

Credit Insight: Automobilhersteller

20. August 2024/PFD

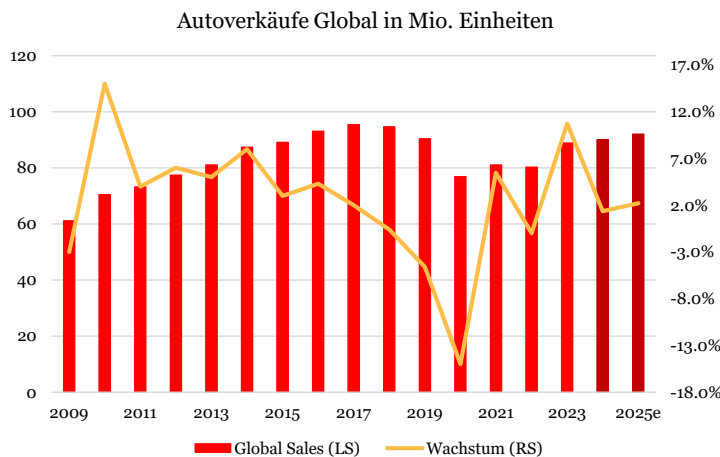
Temporeduktion oder Vollbremsung?

Konklusion

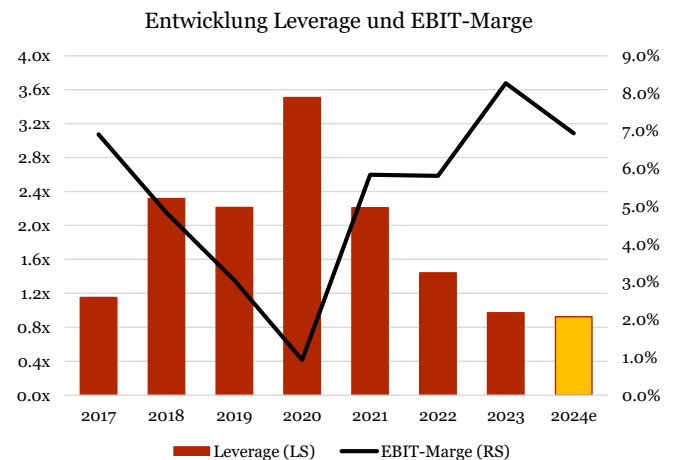
- Nach dem Abbau der aufgestauten Nachfrage im GJ23 wird die Volumen- und Preisdynamik abgebremst, da negative Einflussfaktoren wie höhere Zinsen, Inflation und geopolitische Unsicherheiten mit Verzögerung ihre Wirkung entfalten
- Insbesondere im bisher stark wachsenden Bereich elektrifizierter Fahrzeuge (EV) rechnen wir kurz- bis mittelfristig mit einer merklichen Wachstumsabschwächung, auch wenn der Markt mit Modellen traditioneller und chinesischer Hersteller überflutet wird. Die Gefahr von Überkapazitäten steigt
- Die Margenspitze ist überschritten. Die Normalisierung des Produktmix und die höhere Wettbewerbsintensität bei gleichzeitig schwächerer Nachfrage deuten auf eine Korrektur hin. Wir rechnen mit Gewinnwarnungen
- Die strukturelle Transformation des Sektors bleibt die grösste Herausforderung, welche nicht alle Marktteilnehmer gleich gut bewältigen werden
- Die meisten Automobilhersteller verfügen aktuell über stärkere Kreditprofile als während der letzten Finanzkrise, welche einen gewissen Spielraum geben, um Unsicherheiten im Zusammenhang mit der erwarteten Abschwächung der Nachfrage zu meistern. Der Ratingdruck dürfte sich aber in den nächsten zwei Jahren verschärfen
- Unsere Sector View belassen wir auf **Declining**
- Wir bevorzugen in diesem Umfeld weiterhin Autobauer mit starker Bilanz und langfristig intakten Geschäftsmodellen wie Toyota, BMW, Hyundai sowie interessante Turnaround (Rising Star)-Kandidaten (z.B. Renault, JLR)

Aktuelle Situation

Der Automobilmarkt hat sich im GJ23 besser entwickelt als zuvor erwartet, auch wenn die Absatzzahlen mit Ausnahme von China weiterhin unter den Niveaus von vor 2019 liegen. Der hohe Zuwachs der Verkaufsvolumen im GJ23 von 11% yoy war überzeichnet durch den Abbau der Auftragsbestände, die sich in den Jahren zuvor unter dem Einfluss von Versorgungsengpässen aufgebaut haben. Der inflationäre Kostendruck auf die Margen konnte durch höhere Volumen, der Ausrichtung auf profitablere Modelle und Produktneueinführungen überkompensiert werden. Dabei zeigen sich die Finanzrisikoprofile der meisten Hersteller nach wie vor solide und die Verschuldungssituation komfortabel.



Quellen: Automotive News, IEA, I-CV



Quellen: Geschäftsberichte, I-CV (Durchschnitt 13 Hersteller)

Für das GJ24 zeichnet sich jedoch ein Wandel von einem angebots- zu einem nachfragegetriebenen Markt ab. Die Zahlen für das 1Q24 zeigen noch ein solides Momentum der Autoverkäufe mit einem Wachstum von 5% yoy, getrieben von Zuwächsen aus Europa (verzögerter Nachholbedarf) sowie China (Rabatte). Das 2Q24 präsentiert sich allerdings bereits wesentlich uneinheitlicher. Im 1H24 stieg die Zahl der Neuregistrierungen in Europa um 4.5% auf 5.7 Mio. Einheiten, was immer noch 18% unter dem Niveau vor der Pandemie liegt. Schaut man sich die Unternehmensprognosen für das GJ24 genauer an, erwarten die meisten Hersteller ein schwieriges erstes und stärkeres zweites Halbjahr 2024. Wir sind hier jedoch nicht ganz so optimistisch und erwarten eine länger anhaltende Durststrecke bezüglich Volumen und Preiseumfeld. Die negativen Einflussfaktoren wie höhere Zinsen, Inflation und geopolitische Unsicherheiten entfalten mit Verzögerung ihre Wirkung. Fehlende Impulse aus dem weltweit grössten Automobilmarkt China, die sich eintrübende Konjunktur sowie Zurückhaltung seitens Konsumenten (Erschwinglichkeit) dürften für markant tiefere Wachstumsraten sorgen. Die zuvor prall gefüllten Auftragsbücher haben sich ausgedünnt, da sich insbesondere der Beschaffungszyklus der Flottenkäufer (in Europa 60% der gesamten Verkäufe) normalisiert. Für das schwächelnde Privatkundensegment werden die Auswirkungen höherer Zinssätze und steigender Arbeitslosenraten in den nächsten zwei Jahren noch deutlicher spürbar.

Zahlen 1H24 (Veränderung vs. 1H23)	Absatz	Umsatz	EBIT	Guidance	Aktienkurs YTD
GM	0%	7%	19%	erhöht	21%
Hyundai/KIA	2%	7%	11%	bestätigt	20%
Renault	2%	0%	7%	bestätigt	10%
Jaguar Land Rover (1Q25)	5%	5%	8%	bestätigt	n.a.
Honda (1Q25)	-4%	17%	23%	bestätigt	-3%
Toyota (1Q25)	-4%	12%	17%	bestätigt	-6%
Ford	1%	5%	-23%	bestätigt	-17%
BMW	0%	-1%	-18%	bestätigt	-21%
Stellantis	-12%	-14%	-40%	bestätigt	-33%
Volvo Car	13%	-1%	18%	reduziert	-4%
Mercedes-Benz	-6%	-4%	-25%	reduziert	-8%
VW	-2%	2%	-11%	reduziert	-15%
Nissan (1Q25)	0%	3%	-99%	reduziert	-26%
Tesla	-7%	-10%	-47%	n.a.	-20%

Quellen: I-CV, Geschäftsberichte, Bloomberg

Das knappheitsbedingt attraktive Preisumfeld für Automobilhersteller hat somit die Spitze erreicht. Die Normalisierung des Produktmix und die höhere Wettbewerbsintensität deuten auf eine Korrektur hin, nachdem die durchschnittlichen Transaktionspreise im Retailbereich seit 2019 in Europa um rund 40% und in den USA um 30% höher liegen als vor der Pandemie. Eine schwächere Nachfrage bei gleichzeitig steigender Wettbewerbsintensität, weiterhin hohe Kosten sowie die verwässernde Wirkung eines steigenden EV-Anteils (tieferer Durchschnittsertrag pro Fahrzeug) wirkt sich negativ auf die Margen der Autobauer aus. Wir rechnen deshalb mit weiteren Gewinnwarnungen.

Charakteristiken & aktuelle Entwicklung der Branche

Die Automobilindustrie ist eine zyklische Branche mit hoher Kapitalintensität. Der Sektor ist geprägt durch einen strukturellen Wandel bezüglich Regulation (Sicherheit und Emissionen) und Technologie (alternative Antriebssysteme, Konnektivität, autonomes Fahren). Der steigende Wettbewerbsdruck unter den grössten globalen Produzenten sowie neue Konkurrenz aus China und sektorfremden Anbietern (Tech-/Software-Firmen) verstärken die Gefahr von Überkapazitäten.

Industrietreiber	Merkmale	Aktuelle Situation	Auswirkung
Konjunktur	- Wirtschaftsaktivität mit Einfluss auf Erschwinglichkeit, Zinsentwicklung und Arbeitslosenrate (hohe Korrelation)	- Inflation und höheres Zinsumfeld bremsen die Konjunktur; Arbeitsmärkte (noch) intakt	
Konsumverhalten	- Nachfrage nach privater Mobilität - Konsumpräferenzen und Nachhaltigkeit - Finanzierungskosten (Verfügbarkeit und Zinsniveau)	- Trend zu grösseren Fahrzeugen (SUV/CUV) mit attraktiveren Margen; «Push» zu alternativen Antrieben (EV) - Stark steigende Finanzierungskosten; zunehmende Zurückhaltung bei «grossen Tickets»	
Emissionsvorschriften/ Regulation	- Co2-Emissionsvorgaben (hohe Kosten) - Subventionen (EV)	- Transformation von Verbrennungsmotoren zu EV führt zu einer Verwässerung der Profitabilität	
Rohstoff- und Input-Preise; Zölle	- Preise für Öl, Benzin, Stahl, Aluminium, Batteriekosten; Handelsbarrieren	- Steigende Zölle und hohe Rohmaterialpreise belasten Margen	
Langfristige Trends	- Alternative Antriebe, Digitalisierung, autonomes Fahren, Demografie	- Teure Entwicklung alternativer Antriebs- und Mobilitätskonzepte mit ungewissem Payback	
ESG	- Senkung der Emissionen; Beschaffung, Abbau und Verwendung der Rohstoffe; Corporate Governance	- Kurzfristig mit höheren Kosten verbunden; mittel- bis langfristige Chance, sich konsum- und umweltfreundlich zu positionieren	

Finanzprofil

Aufgrund der relativ tiefen Margen im Automobilssektor ist die Erzielung von Skaleneffekten für die Erwirtschaftung einer angemessenen Kapitalrendite unabdingbar. Um abrupte Nachfragerückgänge und Schwankungen des Umlaufvermögens auffangen zu können, ist die Liquiditätsbewirtschaftung (hohes Cash-Polster; Zugang zu Kreditlinien; Refinanzierung) ebenfalls zentral.

Finanzprofil	Merkmale	Aktuelle Situation	Auswirkung
Marge	- EBIT-Marge im Bereich von 5%-10%	- Zunehmender Margendruck (sinkende Volumen/Nachfrage; hohe Wettbewerbsintensität, Inflation; EV-Verwässerung)	
Kapitalintensität	- Konstant hohe Investitionen in F&E, Produktion und Vertrieb - Skaleneffekte und Allianzen notwendig	- Teilweiser Aufschub der hohen Investitionen für Energieeffizienz und Transformation zu neuen Mobilitätskonzepten - Gefahr von Fehlallokationen oder Überkapazitäten	
Cashflows, Liquidität, Verschuldung	- IG Autohersteller sollten im Normalfall eine Netto-Cashposition aufweisen - Brutto-Leverage <3x EBITDA - FCF/Debt >15%	- Stärkere Finanzpolster als während der letzten Krise; tiefere break-even Schwelle dank Kosteneinsparungen - Refinanzierungszugang intakt; jedoch steigende Zinsbelastung	
Finanzpolitik	- Dividenden, M&A, Aktienrückkäufe	- Ausserordentlich starke Cashflows der letzten beiden Jahre ermöglichen Erhöhung der Aktionärspflege	
Sector View	Declining (wie bisher)		

Herausforderungen & Trends – Elektrifizierung mit Hindernissen

Regulation treibt zwar Wachstum...

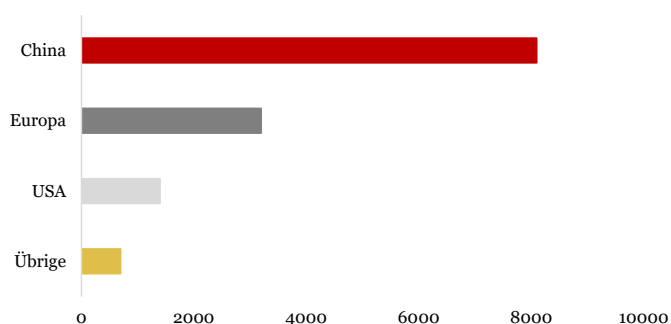
Eine breite politische Basis in den entwickelten Ländern aber auch in China zielt darauf ab, Co2-Emissionen durch strenge regulatorische Massnahmen und mittels einer gezielten Lenkung hin zu elektrifizierten Fahrzeugen (EV) zu reduzieren. Der effektivste Weg zur Erfüllung der regulatorischen Vorgaben ist, den Verkaufsanteil an EV-Modellen zu erhöhen, da diese von den Regulatoren als Co2-neutral eingestuft werden, auch wenn diese Sichtweise umstritten ist.

Die Verbreitung von EVs korreliert dadurch eng mit der Intensität der staatlichen Anreize, wie in China und Norwegen aber in den letzten Jahren auch im übrigen Europa und den USA zu beobachten ist (Steuervorteile oder Förderprämien beim Kauf eines Elektroautos betragen i.d.R. rund 5-10% des Verkaufspreises). Fallen diese weg, wie z.B. in Deutschland, ist sofort eine Verlangsamung oder sogar ein Rückgang der Verkäufe zu beobachten (1H24 Deutschland: -20%). Ein weiterer Schlüsselfaktor sind regulatorische Zwänge wie Co2-Vorgaben, Einführung von Quoten oder künftige Verbote des Verkaufs von Verbrennern (ICE; EU 2035), welche teilweise aufgeweicht werden oder ganz auf der Kippe stehen. Ein genauer Blick auf die staatlichen Lenkungs-massnahmen zeigt, dass die Bedingungen von Land zu Land stark variieren, und dass es eine wachsende Kluft zwischen wohlhabenden westlichen und nördlichen Ländern und ärmeren Ländern im Süden und Osten Europas gibt.

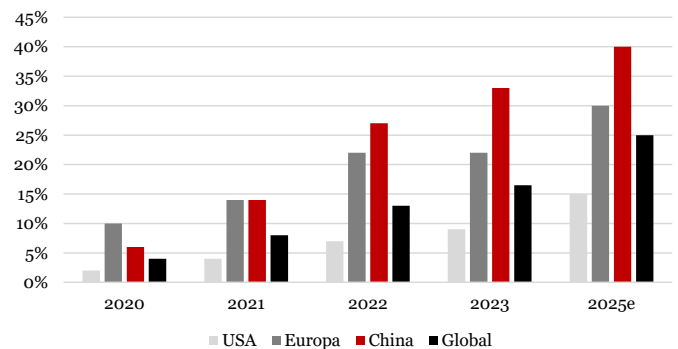
2023 wurden rund 13.4 Mio. EV-Fahrzeuge verkauft (+30% yoy), rund 60% davon in China. Dies entspricht einem Marktanteil von 16.5%, welcher gemäss verschiedenen Prognosen bis 2025 auf 25% und bis 2030 auf gegen 40% ansteigen soll. Damit dürften die EV-Volumen weiterhin stark steigen, auch wenn das ICE-Verkaufsverbot 2035 in Europa aufgeweicht werden sollte (strenge Flottenemissionsziele bis 2025; steigender Anteil an mittleren und kleineren EVs am Produktmix).

Dabei war Tesla 2023 weiterhin der weltweit grösste Hersteller von reinen Elektrofahrzeugen mit einem Marktanteil von 20%, gefolgt von BYD mit 17%, SAIC und Volkswagen mit je 5%. Die Top 10 Hersteller halten rund 65% der Marktanteile.

Anzahl Verkäufe von EV nach Märkten 2023
(in 1000 Einheiten)



Anteil EV (inkl. Plug-in) in % der Gesamtverkäufe



Quellen: IEA; Virta; I-CV; Unternehmenswebseiten

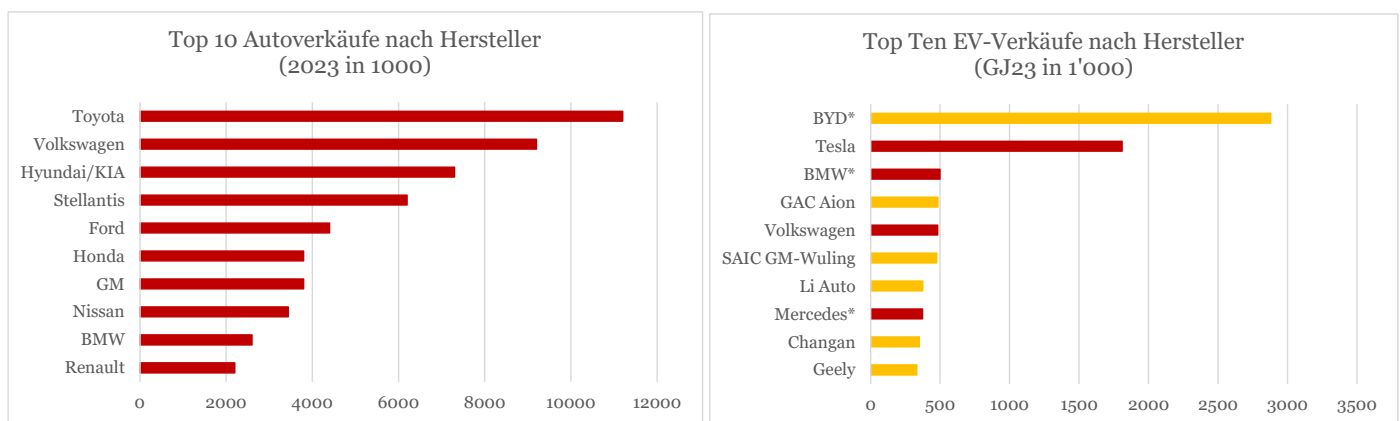
...zwingt aber zur Anpassung der Geschäftsmodelle und verändert die Lieferketten

Etablierte Automobilhersteller haben den forcierten Trend hin zu EVs lange unterschätzt und zögerten aus Angst vor Kannibalisierung ihrer traditionellen Modelle und einhergehender Margenverwässerung. Die grösste Herausforderung für die traditionellen Autobauer liegt darin, ein erfolgreiches und cash-generatives Geschäft mit Verbrennungsmotoren zurückzufahren und gleichzeitig Erfolge in der alternativen Fahrzeugtechnologie, einschliesslich Software und Konnektivität, zu erzielen. Dies in einem Umfeld, in welchem mittelfristig wenig Marktwachstum erzielt werden kann. Mittlerweile haben die Hersteller massive Investitionsprogramme losgetreten bzw. angekündigt, um die Transformation der Branche nicht zu verpassen und sich gegenüber neuen Konkurrenten wie Tesla oder den chinesischen Herstellern behaupten zu können. Dies bedingt jedoch auch ein radikales Umdenken: Die traditionellen Marken konnten sich auf die Komplexität und die Kosten von Verbrennungsmotoren verlassen, um Konkurrenten auf Abstand zu halten (hohe Markteintrittsbarrieren und lange Modellzyklen). Das bisher gemächliche Tempo steht in starkem Kontrast zur relativen Einfachheit in der Herstellung von Batterien und Elektromotoren sowie zu den Zeitskalen der Software und deren Updates.

In Zukunft werden Automarken hauptsächlich durch das Nutzererlebnis differenziert, das heute mehr von ihrer Software als von ihrer Hardware bestimmt wird. Dabei sind Technologieunternehmen zunehmend in Lieferketten präsent, um Softwarefunktionen zu integrieren und die autonome Mobilität voranzutreiben. Konnten früher mechanische Technologien an die Lieferanten ausgelagert werden, setzen neue Anbieter auf ein vertikales Geschäftsmodell, welches Innovationskraft und Agilität fördert. Um nicht einen wichtigen Teil der Wertschöpfungskette zu verlieren, sind traditionelle Autobauer gezwungen, Partnerschaften mit entsprechender Risikoteilung einzugehen und konzentrierte Lieferketten zu umgehen (z.B. Beispiel Teslas Direktabnahmevereinbarungen mit Bergbauunternehmen).

...lockt neue Konkurrenten an und verschafft China den Aufstieg zum weltgrössten Automobilexporteur

Die Chinesen waren im Zeitalter der Verbrennungsmotoren lange nicht konkurrenzfähig und haben sich deshalb auf die Elektromobilität konzentriert. Die immensen Ressourcen, welche für den Aufbau eines wettbewerbsfähigen Ökosystems investiert wurden, haben dazu geführt, dass China heute die globale Landschaft mit 60% der weltweiten EV-Verkäufe anführt und rasch Marktanteile dazugewinnt.



Quellen: I-CV; Geschäftsberichte, IATA, Automotive News

*inkl. PHEV

Chinesische Autobauer profitieren von hohen Subventionen und verfügen in nahezu allen Aspekten der Wertschöpfungskette von rein batteriebetriebenen Elektrofahrzeugen (BEV) über einen Wettbewerbsvorteil (Skaleneffekte aufgrund der Grösse des Heimatmarktes, tiefere Lohnkosten, Verfügbarkeit von wichtigen Komponenten wie Rohstoffe, Batterien und Halbleitern). Dadurch können die Lancierungskadenz hoch gehalten und ihre Autos viel günstiger angeboten werden (Preisunterschiede vergleichbarer Modelle zwischen BYD und Tesla betragen rund 15% und zu VWs ID3 gegen 30%). Dies führt zu einem breiteren Angebot an verfügbaren Elektrofahrzeugen (insbesondere Stadtfahrzeuge und Kompaktwagen) im Vergleich zu internationalen Wettbewerbern, die sich bisher hauptsächlich auf grosse und teure Limousinen und SUVs konzentriert haben. Im Heimatmarkt erreichen die Chinesen bald die wichtige Kostenparität mit Verbrennern. Die traditionellen europäischen und asiatischen Hersteller verkaufen zwar im chinesischen Markt nach wie vor grosse Volumen, diese sind aber stark rückläufig. Kein Wunder, denn westliche Hersteller spielen im schnell wachsenden EV-Bereich, welcher im 2Q24 rund 50% des Verkaufsvolumens ausmachte, bislang nur eine marginale Rolle.

Die chinesische Industriepolitik begünstigt den Aufbau von Überkapazitäten, die dann genutzt werden, um Exportmärkte mit subventionierten Produkten zu fluten. Dadurch wird der Aufbau neuer Industrien andernorts erschwert und bestehende werden zerstört (s. Solarpanels oder Stahl). Die Folgen dieser Politik werden auch die westlichen EV-Hersteller spüren, denn im Reich der Mitte werden angeblich inzwischen doppelt so viele Autos gebaut, wie man im Inland verkaufen kann. Dadurch droht nicht nur in China selbst, sondern auch in Europa eine Rabattschlacht. Im Visier haben die Chinesen vor allem den Massenmarkt mit den Segmenten der Unter- und Mittelklasse. Doch auch die Oberklasse, bisher primär eine Domäne der deutschen Premium-Anbieter, ist alles andere als sicher vor den neuen Wettbewerbern. Allerdings bringen auch die etablierten europäischen Hersteller in den kommenden Jahren immer mehr Elektromodelle in die Schauräume. Dadurch steigt der Wettbewerb unter den Anbietern, und der Markt wird neu verteilt.

Damit sich der Markteintritt für die Chinesen lohnt, müssen ihre Verkaufszahlen steigen. Bislang erreichen die rund 30 verfügbaren Marken in Europa laut Marktbeobachter Jato lediglich 2.6% des Marktes (Tesla alleine 2.8%). Doch der Marktanteil dürfte in den kommenden Jahren deutlich zulegen, wie einst beim Markteintritt von japanischen und koreanischen Herstellern. Gemäss

Prognosen von Alix Partners werden Chinas Autobauer bis 2030 mehr als 30% des weltweiten Automobilmarktes gewinnen (heute ~20%) und im Heimmarkt den Anteil von 59% auf 72% (2020: 42%) steigern. Jüngst lösten sie Japan als weltweit grössten Autoexporteur ab. Matchentscheidend für den Erfolg in Europa dürften vor allem die Qualität und die Sicherheit der neuen Modelle sein, denn diese lassen sich nur bedingt durch sehr günstige Preise kompensieren. Wurden die Produkte von chinesischen Herstellern lange belächelt, sehen etliche Marktbeobachter die Chinesen gegenwärtig bei der Elektromobilität mindestens auf Augenhöhe und beim Infotainment der Fahrzeuge sogar deutlich im Vorteil. Interessant wird sein, wie stark chinesische Hersteller bei gewerblichen Kunden Anklang finden, die derzeit gegen 70% der Neuwagenzulassungen verantworten (klassisches Flottengeschäft, Handel, Vermietung etc.). Vor allem in Teilen des Flottengeschäfts spielen Image und Logo eine wichtige Rolle.

...verschärft protektionistisches Verhalten

Kein Wunder warnt die EU-Kommission vor einer Flut von günstigen und subventionierten Elektroautos «Made in China». Zum Schutz heimischer Hersteller vor der Konkurrenz werden Zölle diskutiert, welche je nach Modell und Hersteller zwischen 10% (wie bisher) bis 48% betragen sollen. Die Untersuchung, an der auch BMW und andere westliche Automobilhersteller beteiligt sind, welche in China hergestellte Elektrofahrzeuge vermehrt in die EU exportieren (da ihre dortigen Fabriken nicht mehr ausgelastet sind), wird voraussichtlich bis Ende 2024 dauern. Dies ist gerade für deutsche Exporteure heikel, da sie ihrerseits rund ein Drittel der im Westen produzierten Fahrzeuge nach China exportieren und Gegenmassnahmen dort einen signifikanten Einfluss auf die Absätze haben könnten. Für französische und italienische Hersteller präsentiert sich die Lage anders. China spielt weder für Renault noch für Stellantis eine bedeutende Rolle. Von chinesischen Gegenmassnahmen hätten beide wenig zu befürchten, weshalb Frankreich diesen Schutzzöllen Sympathie entgegenbringt.

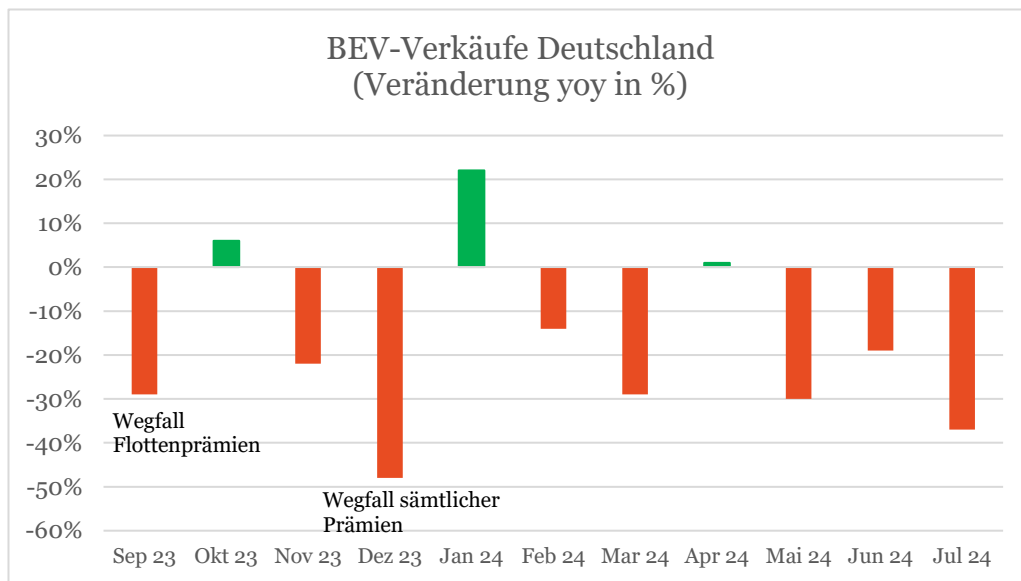
Nach Angaben von BMW-Chef Zipse sind 20% aller Verkäufe reiner EV in Europa 2023 aus China gekommen, aber über die Hälfte davon stammte von westlichen Marken (u.a. BMW und Mini). Einerseits zeigt dies, dass mit übereilten Massnahmen auch die «Falschen» getroffen werden können. Andererseits verschaffen die Zölle wohl nur bedingt Zeit, da diese mittelfristig durch die Errichtung von Fabriken ausserhalb Chinas umgangen werden können. Diverse chinesische Hersteller haben bereits Pläne für die Erstellung von Fertigungsstätten in Mexiko, Brasilien, der Türkei, Italien oder Spanien kommuniziert.

Der US-Markt dagegen wird für chinesische Fahrzeuge aufgrund des US Inflation Reduction Act (IRA) viel schwieriger zu erobern sein. Der IRA wird die Automobilproduktion in Nordamerika durch Steuergutschriften für heimische Hersteller sowie Käufer von in Nordamerika montierten EVs erheblich fördern. Während die erstgenannte Bestimmung sich nur schrittweise entfalten wird, wenn inländische und ausländische Unternehmen in lokale Fertigungskapazitäten investieren, schafft die letztere einen starken und sofortigen Vorteil für lokal montierte Fahrzeuge und eine explizite Hürde für chinesische Lieferanten und Automobilhersteller. Wollen diese trotzdem in die USA exportieren, sehen sie sich einer Importzollrate von 102% entgegen.

...schätzt das Verhalten der Konsumenten falsch ein

Konsumenten verhalten sich anders, als ihnen das Politiker und Journalisten vorgeschrieben haben.

Die EV-Verkaufszahlen in Europa und den USA für rein batteriebetriebene Fahrzeuge zeigen ein Abflauen der Nachfrage seit 4Q23, während Hybridfahrzeuge (inkl. Plug-in) eher zulegen konnten. Im 1H24 fiel der EV-Marktanteil in Europa auf 13.9% (-0.3% yoy). Gerade im wichtigen deutschen Markt wuchs 2022 die Zahl der verkauften Elektroautos noch um 30%, 2023 schwächte sich das Wachstum auf 11% (524k) ab und für 2024 erwartet man aufgrund des gestrichenen Umweltbonus gar einen Rückgang um 14% auf rund 450k Einheiten (in Schweden sogar -20%). Fallen Kaufprämien oder Steuererleichterungen weg, verlangsamt sich der Absatz. Auch in den USA wächst der Markt deutlich unter den Erwartungen und der Marktanteil YtD liegt trotz grosszügigen Rabatten bei lediglich 7%.



Quellen: EAMA

Viele Frühnutzer der neuen Technologie und wohlhabende Mehrfahrzeughalter mit eigener Ladestation haben bereits ein EV gekauft. Für andere Konsumenten gibt es nach wie vor folgende Hemmschwellen:

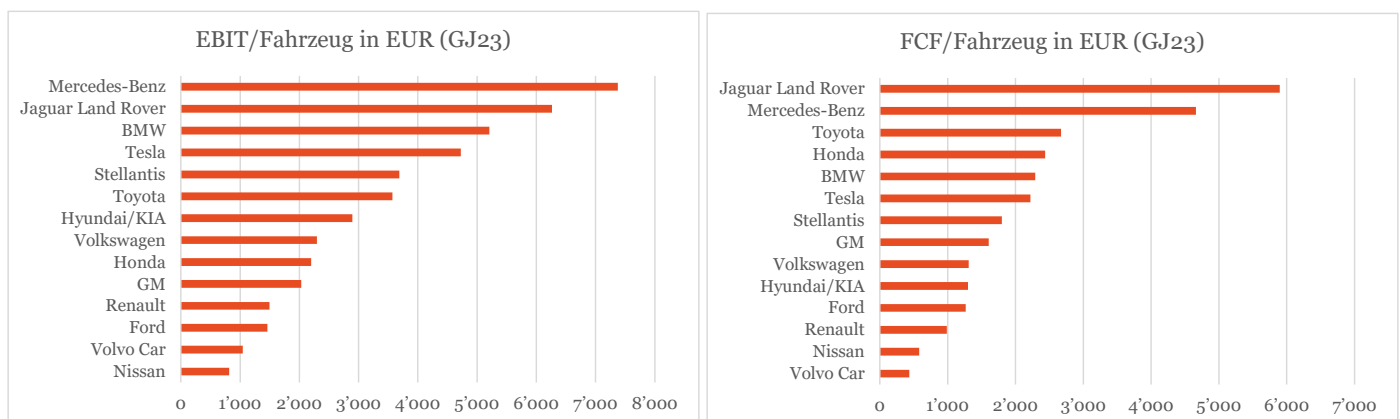
- **Aktueller Preis und Erschwinglichkeit:** Der Durchschnittspreis für in Europa verfügbare EVs liegt bei rund EUR 50'000. Der Preisunterschied zu ICEs in derselben Klasse beträgt global rund 20%, in Europa dagegen bis zu 40%. Dies erschwert die Erschwinglichkeit für private Käufer im gegenwärtigen Konjunkturumfeld, insbesondere in ärmeren Ländern
- **Erwartete Entwicklung von Preis und Technologie:** Viele Konsumenten fragen sich, warum sie jetzt ein EV kaufen sollen, wenn es in zwei Jahren für weniger Geld (seit 2H23 fallen die Durchschnittspreise) ein besseres (mehr Reichweite, schnellere Ladung, besseres Infotainment) gibt
- **Fehlende flächendeckende Verbreitung von Ladestationen im öffentlichen und privaten Raum:** Diese hinkt dem Wachstum der EV-Fahrzeugimmatrikulationen aus verschiedenen Gründen hinterher (langwierige Bewilligungspraxis, fehlende staatliche Unterstützung etc.). Einige Automobilhersteller sind deshalb auch ins Geschäft mit Ladestationen eingestiegen

...bringt Hersteller in ein Dilemma

Investitionen in Kapazitäten und Technologie übersteigen derzeit die EV-Nachfrage, es drohen Überkapazitäten. Branchenvertreter schätzen, dass die Produktion von Elektrofahrzeugen bei US-, deutschen und französischen Automobilherstellern derzeit 40-45% unter den ursprünglichen Erwartungen liegt, was bedeutet, dass die Kapazitäten, die von Herstellern und Zulieferern eingerichtet wurden, kontinuierlich angepasst werden müssen. Die Nachfrageverlangsamung und aufstrebende Konkurrenz aus China zwingt Hersteller zu Rabatten auf bereits unprofitablen Produkten. Laut einer Studie von Boston Consulting Group verlieren derzeit westliche Hersteller rund USD 6'000.- pro verkauftem EV-Fahrzeug. Geringe Stückzahlen und hohe Batteriekosten machen es den westlichen Traditionsunternehmen schwer, profitabel auf die Herstellung von Elektrofahrzeugen umzusteigen. Der Austausch von Antriebssystemen erhöht die Kosten für etablierte Unternehmen um bis zu 50%, hauptsächlich aufgrund der Batterie. Dies macht die Fahrzeuge – im Vergleich zu ihren Pendanten mit Verbrennungsmotor – für die Hersteller weniger profitabel und für die Konsumenten teurer. Allerdings gibt es Lichtblicke am Horizont: Die meisten Branchenexperten prognostizieren, dass kontinuierliche Investitionen in Forschung und Entwicklung sowie der Ausbau der Kapazitäten in der gesamten Lieferkette dazu beitragen, die Batterietechnologie – welche nach wie vor 40-50% der Kosten eines EV ausmachen – zu verbessern und die Kosten weiter zu senken. Höhere Rohstoffpreise haben die bisher rasante Verbilligung für Lithium-Ionen-Batterien vorerst gestoppt respektive verzögert (Kosten pro Kilowattstunde 2022: +5% yoy; 2023: -7% yoy auf 128.-/kWh), was auch den Zeitpunkt für eine Kostenparität mit Verbrennern nach hinten schiebt. Neue Technologien der nächsten Generation, wie Silizium- und Lithium-Metall-Anoden, Festkörperelektrolyte sowie neue Kathodenmaterialien und Zellherstellungsprozesse spielen eine wichtige Rolle bei der Ermöglichung von Preissenkungen. Laut verschiedenen Studien soll die Kostenparität von EVs mit traditionellen Verbrennern 2027 erreicht werden.

Hier stellt sich für Hersteller die Grundfrage, ob man den Mut hat, weiter voll zu investieren, bis Skaleneffekte und Effizienz einen Break-even ermöglichen oder ob man Investitionen zurückstellt, um die Finanzen zu schonen (z.B. Ford, GM, Mercedes-Benz mit EQS/EQE-Modellen, Stellantis im Mirafiori-Werk, VW mit Anpassung der BEV-or-bust Strategie). Nachzügler können von der aktuellen Situation kurzfristig profitieren (v.a. US-Hersteller), da die Margenverwässerung durch die verlangsamte EV-Penetration etwas aufgeschoben werden kann. Auch Hybrid- und Plug-in-Hybrid-Fahrzeuge erfahren wieder verstärktes Interesse und einige Hersteller (v.a. in den USA) wenden sich von ihren bisherigen EV-Plänen ab und konzentrieren sich auf die Entwicklung von Plug-in-Hybriden. Zu beobachten ist, dass durch die langsame Transition die Kapazitätsauslastung der Hersteller um rund 10% unter dem langfristigen Schnitt (75-85%) liegt, insbesondere im EV-Bereich (aktuell ca. 45%). Die Auslastungskennzahl dürfte sich nicht rasch erholen, da viele Fabriken aus Effizienzüberlegungen nur auf die Herstellung des jeweiligen spezifischen Antriebssystems (ICE oder EV) ausgerichtet sind. Auf der positiven Seite kann die Lebensdauer bestehender Plattformen verlängert und so der Cashflow aus den ICE-Modellen maximiert werden. Dadurch könnten die Hersteller Zeit gewinnen, die Kostenbasis anzupassen und ihre Fähigkeit verbessern, die höheren Produktionskosten von Elektrofahrzeugen teilweise zu absorbieren.

Durch den verlangsamten Übergang stellt sich aber gerade in Europa das Problem, dass die Verschärfung der CO2-Ziele ab 2025 für einige Hersteller zu höheren Kosten in Form von Strafzahlungen oder Kauf von CO2-Krediten führen könnte, sollten die erwarteten EV-Verkäufe nicht erreicht und die Flottengrenzwerte damit überschritten werden. Gefährdet erscheinen uns hier insbesondere Volkswagen, Stellantis oder Ford.



Quellen: I-CV, Geschäftsberichte

Fazit

Die weitere Entwicklung des EV-Markts bleibt schwierig abzuschätzen. Es gibt Argumente, die darauf hinweisen, dass das bis anhin rasante EV-Wachstum durch Engpässe – nicht nur bei Batteriematerialien, sondern auch in der Ladeinfrastruktur – begrenzt werden könnte. Weitere Bremsfaktoren könnten die Lockerung regulatorischer Bestimmungen bezüglich Verbrennungsmotoren, fehlende Kostenparität oder generell schwaches Konsumentenvertrauen sein. In einem solchen Szenario dürften Strategien, welche nicht alles nur auf die EV-Karte, sondern auf eine Mischung aus verschiedenen Fahrzeugtypen setzen (v.a. Toyota, BMW), erfolgreich sein. Der Weg zur Massenakzeptanz von EVs wird immer wieder von Phasen eines langsameren Fortschritts unterbrochen werden und in einer solchen Phase befindet sich der Markt aktuell. Das hohe Zinsumfeld, die Kostendifferenz zwischen EVs und Verbrennern und technologische Aspekte (Reichweite, Ladezyklus) lasten auf der Überzeugung von Konsumenten, umzusteigen.

Trotzdem sprechen einige Faktoren weiterhin für den EV-Case als «Game Changer» für die Industrie:

- Neue Konkurrenten in diesem Bereich sind nicht durch isolierte und teure Organisationen beeinträchtigt, die sich jahrzehntelang der mechanischen Konstruktion gewidmet haben und durch ein komplexes Produktspektrum belastet sind. Software-Entwicklung und erfolgreiche Partnerschaften werden wichtiger als Markenloyalität
- Umweltvorschriften, die weltweit emissionsfreie oder emissionsarme Fahrzeuge unterstützen, beeinflussen die Marktdynamik in Regionen auch ausserhalb des traditionellen BEV-Marktes, wie dies zunehmend in Indien, Thailand und Indonesien im Jahr 2023 zu beobachten war
- Progressive Kostensenkungen mit dedizierten EV-Plattformen, niedrigeren Batteriekosten und einer geringeren Anzahl von Teilen im Fahrzeug führen zu Preisparität zwischen BEV- und ICE-Antrieben, zumal letztere durch steigende Kosten aufgrund verschärfter Emissionsvorschriften (EU) belastet werden
- Die Abdeckung der Ladeinfrastruktur in städtischen und suburbanen Gebieten verbessert sich
- In diesem Jahrzehnt gibt es keine skalierbaren Technologiealternativen, die effektiv konkurrieren können

Es zeichnet sich aber bereits ab, dass der harte Wettbewerb zwischen neuen und alten Herstellern einen unerbittlichen Preiskampf auslösen wird. Die Preissenkungen von Tesla und die Billigangebote aus China geben hier bereits eine Indikation, wohin der Weg führen könnte. Der aktuell noch sehr tiefe EV-Produktmix der etablierten Hersteller und die mit hohen Investitionsplänen verfolgten Verkaufsziele in diesem Bereich (s. dazu nachfolgende Aufstellung), lässt darauf schliessen, dass in den kommenden Jahren eine massive Anzahl EVs in den Markt gedrückt werden. In einem bereits schwierigen Preiseumfeld wird dies die dünnen Margen der etablierten Hersteller mit jedem zugunsten eines EV substituierten Verbrenners weiter unter Druck bringen.

	Unit Sales 2023 in Mio. (all)	BEV-share of Unit Sales 2023	Unit Sales 2022 in Mio. (all)	BEV-share of Unit Sales 2022	BEV Sales target in Mio.	BEV-share target	Geplante EV-Investitionen	Bemerkungen
Ford	4.4	1.4%	4.2	1.4%	2.0 (2026)	50% (2030)	USD 22 Mia. (2025)	EV EBIT margin 8% bis 2026
GM	3.8	1.2%	3.6	1.1%	1.0 (2025)	100% (2035)	USD 35 Mia. (2025)	EV EBIT margin 1-5% bis 2025
Stellantis	6.2	5.9%	6.0	4.8%	5.0 (2030)	n.a.	USD 30 Mia. (2025)	
Mercedes-Benz AG	2.0	11.0%	2.0	7.0%	n.a.	50% (2025; PHEV+BEV) 100% (2030)	EUR 40 Mia. (2030)	
Renault	2.2	11.0%	2.1	7.0%	1.0 (2030)	100% (2030, Europa) 90% (2030, RoW)	EUR 23 Mia. (2030)	IPO Plan für EV-Einheit verschoben
Jaguar Land Rover	0.4	n.a.	0.32	n.a.	n.a.	60% (2030)	n.a.	Jaguar ab 2025 nur noch BEV
BMW	2.6	14.7%	2.4	9.0%	n.a.	15% (2023); 50% (2030)	EUR 30 Mia. (2025)	Kostenparität bis 2025
VW	9.2	8.3%	8.3	7.0%	n.a.	80% (2030, EU); 50% (2030, RoW)	EUR 120 Mia. (2027)	EV Marktanteile: EU 20%; US 6%; China 3%
Toyota	11.2	1.0%	10.6	1.0%	3.5 (2030)	75% (2030; PHEV+BEV)	EUR 60 Mia. (2030)	Aktuell >30% des Gesamtvolumens sind E-Hybridfahrzeuge
Honda	3.8	<1.0%	3.7	<1.0%	n.a.	85% (2035; PHEV+BEV)	USD 37 Mia. (2035)	Starke Stellung im Bereich E-Hybridfahrzeuge
Hyundai/KIA	7.3	7.3%	6.9	7.3%	2.4 (2030)	50% (2028, BEV); 75% (2028, PHEV+BEV)	USD 70 Mia. (2030)	BEV-Marktanteil 6%; Ziel 2030: 12%
Tesla	1.8	100%	1.3	100%	20.0 (2030)	100%	n.a.	
Volvo Car AB	0.7	16%	0.61	11%	1.0 (2025)	50% (2025); 100% (2030)	n.a.	

Ziele in Revision

Für die Transformation der Branche gut aufgestellt sehen wir Volvo Car AB (rasche Skalierung im EV-Bereich), BMW (Produktmix; für den Angriff aus China und die Elektrotransformation ist kaum ein westlicher Autokonzern so gut gerüstet wie BMW) sowie Hyundai/KIA (Sourcing). Schwierig dürfte es für VW (Markenkomplexität; Positionierung der VW-Kernmarke), Renault (Konkurrenz im Massenmarkt) oder Nissan und Honda (EV-Nachzügler) werden. Toyota hilft die starke Stellung im Hybridbereich, ist jedoch bei reinen BEV noch wenig positioniert. Fragezeichen bleiben mittel- bis längerfristig Mercedes-Benz AG (Premiumpositionierung) sowie den US-Marken (starker Fokus und Position auf dem Heimmarkt, in welchem ggf. «grosszügige» staatliche Lenkungsmaßnahmen zu erwarten sind).

Picks & Pans aus fundamentaler Sicht

Positive firmenspezifische Eigenschaften

- Starkes Markenportfolio; breite Diversifikation nach Modellen und Märkten
- Leistungsausweis in der erfolgreichen Lancierung von innovativen Produkten; Erzielung von Marktanteils Gewinnen
- Über den Zyklus stabile Margen und Cashflows
- Technologisch gut für die Transformation der Branche gerüstet (ausgewogene Strategie mit Hybrid- und BEV-Modellen)
- Starkes Finanzprofil mit solider Kapitalstruktur und Liquiditätssituation; konservative Finanzpolitik

Negative firmenspezifische Eigenschaften

- Einseitig auf Modelle und Märkte ausgerichtet
- Hohe Volatilität bei Margen- und Cashflows
- Schwächen in der Corporate Governance; komplexe Unternehmensstruktur
- Restrukturierungsfall (Überkapazitäten; rigide Kostenstruktur)
- Unausgewogene EV-Strategie (Aufholbedarf oder Anpassungsbedarf bei zu einseitiger Ausrichtung; hohe Kosten für das Einhalten der Co2-Vorgaben)
- Erosion des Finanz- und Geschäftsprofils; negativer Bonitätstrend

Picks

- **Toyota** (Technologieführerschaft im Hybridbereich; auf hohem Niveau stabile Margen)
- **BMW** (starkes Finanzprofil; ausgewogene Produktstrategie; Positionierung in China)
- **Hyundai** (Produktmix; Margenerholung; komplexe Unternehmensstruktur)



Pans

- **Volkswagen** (Komplexität; Margenschwäche; Überkapazitäten im EV-Bereich; Software-Probleme; jedoch nach wie vor starkes Finanzprofil, welches die Bonität stützt)
- **Mercedes-Benz AG** (eindimensionale Ausrichtung auf profitable Premium-Positionierung; Anpassung der EV-Strategie; starkes Finanzprofil und hohe Margen schützen die Bonität)
- **Nissan** (im Peervergleich geringe Margen und Cashflows; verletzliche Marktposition und hoher Investitionsdruck als EV-Nachzügler)

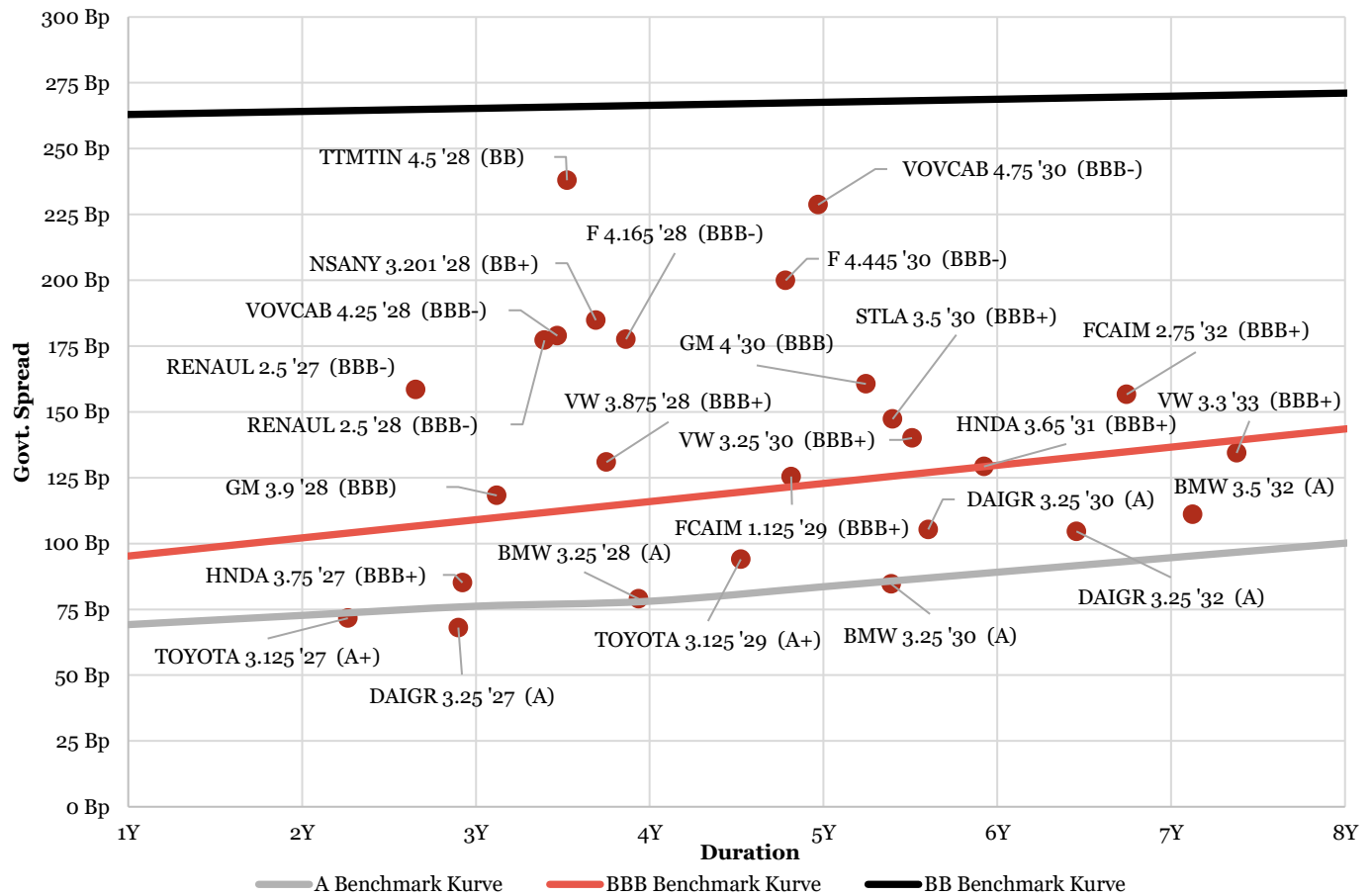


To watch

- **Stellantis** (profitabler US-Markt; Überkapazitäten; Schwächen in der EV-Strategie)
- **Volvo Car AB** (schwache Modelldiversifikation; tiefere Margen aufgrund stark steigendem EV-Anteil)
- **JLR/Renault** (Turnaround-Situationen)
- **Ford Motor** (einseitige Ausrichtung auf profitablen US-Markt; Kostennachteil; Anpassung der EV-Strategie)
- **Honda** (EV-Nachzügler; Margenschwäche; Diversifikation in profitablen Motorradbereich)
- **GM** (einseitige Ausrichtung auf profitablen US-Markt; Anpassung der EV-Strategie)

Relative Value

Die strukturellen Herausforderungen, höhere Zinsen und eine sich abschwächende Konjunktur tragen dazu bei, dass der Sektor berechtigterweise höhere Risikoprämien als der Gesamtindex an Unternehmensanleihen aufweist. Aus Relative Value Sicht gibt es aber auch in diesem für Automobilhersteller und Zulieferer schwierigem Umfeld «sicheren Häfen» wie z.B. Toyota und BMW oder interessanten Opportunitäten. Kontaktieren Sie uns für konkrete Vorschläge (koepfli@i-cv.ch).



Quelle: I-CV Relative Value Tool / 20.08.2024

Die Rolle der Finanzgesellschaften (Captives)

Captive-Finanzgesellschaften, meist hundertprozentige Tochtergesellschaften von Automobilherstellern (OEM), sind eine relevante 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. Zudem ist das Automotive Captive Finance Geschäft i.d.R. sehr profitabel und kann bis zu einem Drittel an den operativen Gewinn der Hersteller beisteuern (2020 sogar >50%). Die Auswirkungen der steigenden Zinsen und der Konjunkturabschwächung sind verzögert auch bei den Finanztochtergesellschaften zu spüren, da Restwert- aber auch Kreditrisiken ansteigen. Wir stufen die Bonität von Finanztöchtern, welche vielfach auch Emittenten von Anleihen sind, jeweils auf einer Standalone-Basis ein. Wir setzen aber das Rating für Senior Unsecured Anleihen i.d.R. auf die gleiche Stufe wie den Mutterkonzern, da diese Gesellschaften eine strategisch relevante Rolle für den Verkauf von Fahrzeugen wahrnehmen und zumeist auch explizite Support-Vereinbarungen seitens der Mutterkonzerne bestehen.

Niedrigere Verwertungswerte auf dem Gebrauchtwagenmarkt nach Leasing-Ablauf, aktuell insbesondere bei BEVs, werden diese Vorteile jedoch ausgleichen und zu möglichen Verlusten im Finanzgeschäft der Hersteller führen. Angesichts des aktuellen Verkaufsmix (der Anteil von BEV-Verkäufen bei traditionellen Automobilherstellern liegt im Durchschnitt unter 20%) sollte der Nettoeffekt positiv bleiben.

Automobilzulieferer

Noch stärker vom Umbruch der Branche betroffen sind die Automobilzulieferer. Längerfristig aufgrund der mit der Transformation einhergehenden schwindenden Produktvielfalt (EVs mit viel weniger Komponenten als ICEs) und kurz- bis mittelfristig mit der Anpassung der Produktionsvolumen bei Herstellern im EV-Bereich und der damit einhergehenden Unterauslastung der bei Zulieferern bereits aufgebauten Produktionskapazitäten.

Für Details hierzu verweisen wir auf unseren **Sector View «Nach Entspannung im GJ23 überwiegen negative Faktoren»** vom 30.01.2024.

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.