

Credit Insight: Automobilhersteller

11. Mai 2021/PFD

Beindruckende Erholung – längerfristige Herausforderungen bremsen

Konklusion

- Dank zeitnahen Massnahmen wie Reduktion des Umlaufvermögens, Stärkung der Liquidität und Stützungsmaßnahmen seitens der Regierungen (Kurzarbeit, Subvention von elektrifizierten Fahrzeugen) konnte die Abschwächung der Kreditprofile trotz des schwierigen Marktumfelds mit Produktions- und Verkaufsunterbrüchen in Grenzen gehalten werden
- Die meisten Automobilhersteller verfügen aktuell über stärkere Kreditprofile als während der letzten Finanzkrise, stehen jedoch erst am Anfang des strukturellen Umbruchs der Industrie
- Wir gehen davon aus, dass aufgrund der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2021 eine Verbesserung der Margen und der Verschuldungssituation erwartet werden darf. Jedoch bestehen nach wie vor viele Unsicherheiten über den Verlauf und die Intensität der Erholung in den nächsten 18-24 Monaten. Zahlreiche Einmaleffekte, welche den freien Cashflow 2020 gestützt haben, werden sich 2021 nicht wiederholen lassen und zusätzlich durch kurzfristige Risiken in der Lieferkette (Engpässe bei Chips), steigende Rohstoffpreise und verlängerte Lockdowns belasten
- Die strukturelle Transformation des Sektors bleibt die grösste Herausforderung, welche nicht alle Marktteilnehmer gleich gut meistern werden. Unsere Sector View bleibt deshalb weiterhin auf **Declining**. Wir bevorzugen in diesem Umfeld Autobauer mit starker Bilanz und langfristig intakten Geschäftsmodellen wie Toyota, BMW, VW oder Hyundai

Aktuelle Situation

Die globalen Verkaufsvolumen fielen 2020 pandemiebedingt um rund 15%, nachdem sie bereits 2019 um rund 4% zurückgegangen waren. Ein Einbruch der Autoverkaufszahlen lässt in der Regel die Rabatte in die Höhe schnellen und die Gewinne sinken. Nicht so im Jahr 2020, inmitten des grössten einjährigen Rückgangs der Fahrzeugverkäufe seit der Grossen Rezession. Stattdessen führten knappe Lagerbestände zu geringeren Rabatten und zusammen mit markanten Kosteneinsparungen und Stützungsmaßnahmen zu einem höheren Cashflow für viele Autohersteller. Trotzdem haben sich die Kreditkennzahlen 2020 insgesamt abgeschwächt. Für 2021 ist eine deutliche Erholung der Margen und ein De-Leveraging des Sektors zu erwarten, auch wenn einige Einmaleffekte wegfallen und zusätzliche Herausforderungen wie z.B. die Engpässe bei Chips oder länger anhaltende Lockdowns die Erholung bremsen. In den letzten Monaten waren deshalb für die Autobauer auch vermehrt eine Rückkehr zu stabilen Rating-Ausblickten seitens der Agenturen zu beobachten. Nichtsdestotrotz, aufgrund der Transformation der Industrie bleiben bezüglich der mittel- bis langfristigen Entwicklung viele Unsicherheiten bestehen.

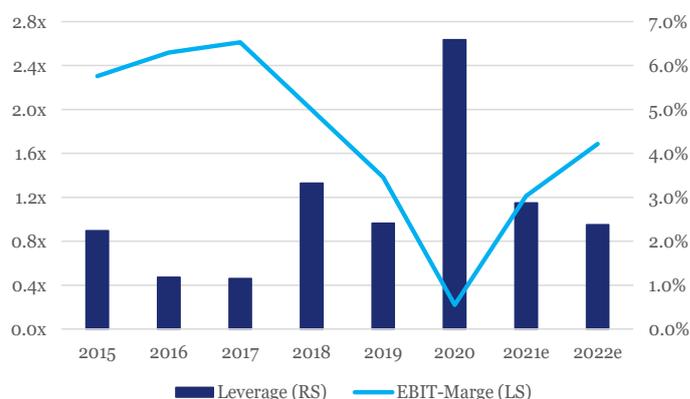
Im Jahr 2020 haben sich drei grössere, pandemiegetriebene Trends herauskristallisiert, die einen Einfluss darauf haben, wie Autos in den kommenden Jahren gekauft und besessen werden: 1) Die Nachfrage nach privaten Fahrzeugen gegenüber dem öffentlichen Nahverkehr, 2) der Online-Verkauf und 3) die Elektrifizierung. Während sich die Zunahme der Heimarbeit negativ auf die Nachfrage nach Privatfahrzeugen auswirken wird, dürfte dies durch die Verlagerung von Fahrten vom öffentlichen Nahverkehr auf Privatfahrzeuge gemildert werden. Zudem erwarten wir Nachholeffekte, da viele Leute auf grössere Ausgaben verzichtet haben.

Autoverkäufe Global in Mio. Einheiten



Quellen: Automotive News, Bloomberg, I-CV

Entwicklung Leverage und EBIT-Marge



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

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). Die steigende Wettbewerbsintensität unter den 12 grössten globalen Produzenten sowie Neueinsteigern 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)	- Kurzfristig starke Erholung der Wirtschaft nach Kontraktion durch Covid-19 Krise; mittel- bis langfristige Aussichten verhalten	
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) - Finanzierung positiv für Nachfrage	
Emissionsvorschriften/Regulation	- Co2-Emissionsvorgaben (hohe Kosten) - Subventionen (EV)	- Transformation von Verbrennungsmotoren zu EV belastet die Margen	
Rohstoff- und Input-Preise; Zölle	- Preise für Öl, Benzin, Stahl, Aluminium, Batteriekosten; Handelsbarrieren	- Steigende Zölle und wieder anziehende Rohstoffpreise belasten Margen	
Langfristige Trends	- Alternative Antriebe, Digitalisierung, autonomes Fahren; Demografie	- Teure Entwicklung alternativer Antriebs- und Mobilitätskonzepte mit ungewissem Payback	
ESG	- Senkung der Emissionen; Sourcing, 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 unabdingbar für die Erwirtschaftung einer angemessenen Kapitalrendite. Um abrupte Nachfragerückgänge und Schwankungen des Umlaufvermögens auffangen zu können, ist die Liquiditätsbewirtschaftung (hohes Cash-Polster; Zugang zu Kreditlinien) ebenfalls zentral.

Finanzprofil	Merkmale	Aktuelle Situation	Auswirkung
Marge	- EBIT-Marge im Bereich von 5%-10%	- Trotz kurzfristiger Erholung bleiben Margen unter Druck (hohe Wettbewerbsintensität, laufende Investitionen)	
Kapitalintensität	- Konstant hohe Investitionen in F&E, Produktion und Vertrieb - Skaleneffekte und Allianzen notwendig	- Capex-Reduktion im FY20 nicht nachhaltig (Investitionen für Energieeffizienz und Transformation zu neuen Mobilitätskonzepten)	
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 - Refinanzierung gewährleistet	
Finanzpolitik	- Dividenden, M&A, Aktienrückkäufe	- Tendenziell stabile Entwicklung	
Sector View	Declining (wie bisher)		

Märkte & Kredittreiber

	
<p>Bereits vor Covid-19 war der europäische Automobilmarkt gesättigt und 2020 besonders stark von pandemiebedingten Unterbrüchen und Schliessungen betroffen (Verkaufsvolumen -24%). Die Autoproduzenten starteten mit besseren Bilanzen als 2008 in das Jahr 2020, aber es gibt eine grosse Streuung zwischen den einzelnen Herstellern. Die in vielen Ländern getroffenen Unterstützungsprogramme zur Verhinderung von Entlassungen wie z.B. Kurzarbeit sowie Zuschüsse der öffentlichen Hand beim Kauf von E-Autos (z.B. in Deutschland EUR 10'000.-/Fahrzeug) haben das Vertrauen der Verbraucher gestärkt und dazu beigetragen, den Fahrzeugabsatz anzukurbeln. Wir erwarten jedoch vor 2023 keine Erholung auf 2019er Niveaus. Führend im Markt: VW (26%), Stellantis (21%), Renault (11%)</p>	<ul style="list-style-type: none"> + SUV-Expansion als Chance + Starke Geschäftsprofile (v.a. im Premium-Bereich) + Rasche Erholung des chinesischen Automarktes (positiv: Deutsche Autobauer, Valeo) + Exposure zu Wachstumsfeldern wie Antriebstechnik, Elektrifizierung +/- Hohes Absatzpotential für EV; die steigende Penetration drückt jedoch auf die Margen +/- Handelspolitik unter neuer US-Regierung; Entspannung oder Verschärfung? - Gesättigter Markt, welcher zudem stark von Lockdown-Massnahmen betroffen ist; Konjunktur-Ausblick - Stringente Regulation zur Reduktion der Emissionen erhöhen die Kosten (Deutsche Autohersteller mit hoher Abhängigkeit von Verbrennungsmotoren) - Kosten-Restrukturierung (Reduktion Fussabdruck, Workforce und Kapazität mit kurzfristigem Cashabfluss)
	
<p>Die Verkaufszahlen im US-Markt sind 2020 gegenüber Vorjahr um rund 15% gefallen. Gestützt wurde der Markt durch die weiterhin stabilen Finanzierungsbedingungen (Verfügbarkeit und Zinsniveau), welche auch im GJ21 anhalten dürften. Die Inventare sind auf Tiefstständen und werden zusätzlich durch den Mangel an Halbleitern begrenzt. Wir erwarten eine starke Erholung im 2H21, längerfristig jedoch einen insgesamt schwachen Nachfrageausblick. Als Risiko sehen wir einen Anstieg der Arbeitslosenrate u/o eine Korrektur des Immobilienmarktes, da beide Faktoren stark mit den Autoverkäufen korrelieren. Führend im Markt: GM (17.5%), Toyota (14.6%), Ford (13.6%), FCA (12.5%)</p>	<ul style="list-style-type: none"> + Hohe Abhängigkeit der US-Automobilhersteller vom Heimmarkt + SUV-Penetration (höhere Margen) nimmt weiter zu aber mit tieferen Wachstumsraten +/- Erschwinglichkeit (Finanzierungsverfügbarkeit und -konditionen) bisher gut aber könnte auch zum Risiko werden (steigende Zinsen) - Kurzfristig: US-Autobauer sind am stärksten vom Mangel an Halbleitern betroffen. Mittelfristig erwarten wir herausfordernde Makroindikatoren: Arbeitslosenrate, Konsumentenvertrauen, Häusermarkt - Steigende EV-Penetration (neuer Druck durch Regierung Biden) verringert die Margen
	
<p>Nach organisch und handelsbedingten Wachstums-Hindernissen in den letzten beiden Jahren ist der Markt mit leichteren Vergleichszahlen konfrontiert. Der Automobilabsatz verringerte sich 2020 um rund 6%. Aber die Produktionstätigkeit zieht an und das Verbrauchervertrauen bleibt hoch. Profiteure von einem sich rasch erholenden chinesischen Automarkt sind japanische und deutsche Autohersteller (mit 24% resp. 26% Marktanteil; VW davon 19%), insbesondere auch Premium-Hersteller. Dies zeigt das ungebremste Wachstum für Premiumfahrzeuge in China von 6% 2015 auf 14% 2020. China ist für die deutschen Autohersteller mittlerweile der grösste Einzelmarkt. Dies begünstigt zwar eine rasche Erholung, birgt aber auch die Gefahr, dass deutsche Hersteller im Wettstreit zwischen den USA und China zum Spielball werden könnten. Denn das Trio verfügt sowohl im Reich der Mitte als auch in Nordamerika über bedeutende Standorte, was sie anfällig für mögliche erratische aussenpolitische Entscheidungen macht.</p>	<ul style="list-style-type: none"> + Schnellerer Nachfrage-Rebound als in übrigen Märkten + Intakte langfristige Wachstumstrends (wachsender Mittelstand und GDP/capita; überdurchschnittliche Vermögensverteilung; Urbanisation) + JVs können von westlichen Firmen übernommen werden (hoher Cash-Outflow, dafür anschliessend voller Zugriff) - Aufkommende Konkurrenz im Premium-Segment, welches bereits eine hohe Penetration aufweist - Entscheidend für «gelenkte Verkaufsnachfrage»: Steuern und Subventionen

Trends

Während wirksame Impfstoffe der Pandemie im Jahr 2021 ein Ende setzen könnten, bleiben die mittelfristigen Herausforderungen für die Industrie bestehen und erzwingen zusätzliche ausserordentliche Kostensparmassnahmen. 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.

Der Druck auf die Cashflows ist deshalb hoch, insbesondere durch die laufenden Restrukturierungen und die Notwendigkeit, sich an geringere Volumen anpassen zu müssen. Zusätzlich belasten die notwendigen hohen Investitionen in die Elektrifizierung und in fortschrittliche Fahrerassistenzsysteme als Zwischenschritt zum autonomen Fahren sowie in Verbesserungen der Fahrzeugkonnektivität und der Software. Diese Trends sind für die gesamte Branche kreditnegativ, da sie hohe Mittelabflüsse und möglicherweise Kostenverdoppelungen für Technologien mit sich bringen, deren Marktakzeptanz und zukünftiger Umsatzbeitrag unsicher sind. Eine Möglichkeit, die Gefahr von gestrandeten Investitionen und aufgeblähten Investitionskosten zu reduzieren, liegt in effektiven Partnerschaften und entsprechender Risikoteilung. Konsolidierung und Partnerschaften sind für die Branche notwendig, um das Kapital auf die profitabelsten Programme und Betriebe umzuverteilen.

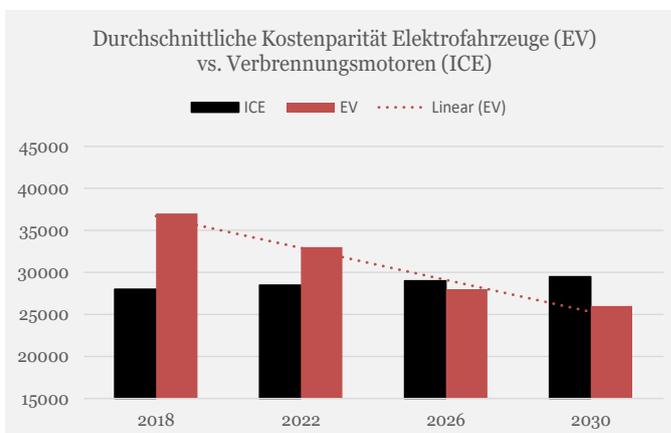
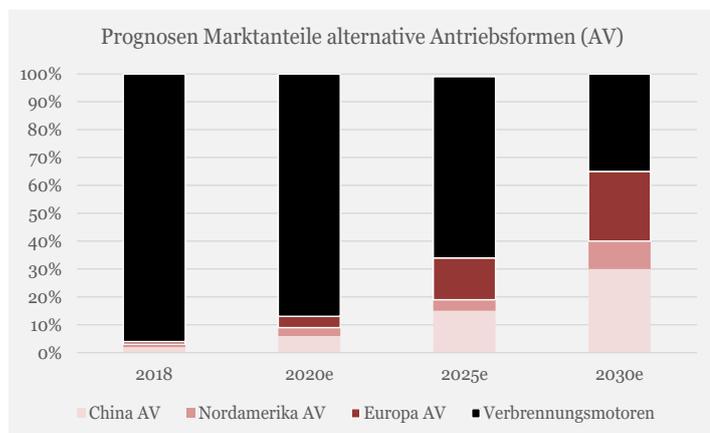
Ein weiterer Aspekt ist die Veränderung der Lieferketten. Technologieunternehmen sind zunehmend in Lieferketten präsent, um Softwarefunktionen zu integrieren und die autonome Mobilität voranzutreiben. Im Auto der Zukunft entscheidet die Leistungsfähigkeit der Software über den Erfolg, nicht die Kraft des Elektromotors. Autonomes Fahren ist vor allem eine Frage guter Computerprogramme, deswegen führen IT-Unternehmen wie die Google-Schwesterfirma Waymo und die Intel-Tochter Mobileye diese Entwicklung mit Abstand an. Es gibt zahlreiche Beispiele dafür, dass sowohl Automobilhersteller als auch Zulieferer Partnerschaften eingehen, um Ressourcen zu bündeln und schneller Know-how zu gewinnen. Dieses Modell wird sich fortsetzen, auch wenn hier Bedenken bestehen, dass die traditionellen Autobauer einen wichtigen Teil der Wertschöpfungskette verlieren könnten.

ESG & EVs

ESG und EVs werden die Branche in den nächsten Jahren verändern. Sämtliche Autobauer haben signifikante Investitionen in die Elektrifizierung ihrer Flotte angekündigt. Alle ESG-Aspekte wirken sich auf das Kreditprofil der Autobauer aus. Aber der "E"-Aspekt hat angesichts der strengen Emissionsziele in Europa den grössten Einfluss und treibt die geschäftliche Transformation voran. Nach Angaben der Europäischen Kommission machen Personenkraftwagen etwa 12% der Co2-Emissionen in der EU aus, welche durch strenge regulatorische Massnahmen und mittels einer gezielten Lenkung hin zu elektrifizierten Fahrzeugen (EV) reduziert werden sollen. Der effektivste Weg zur Erfüllung der regulatorischen Vorgaben ist, den Verkaufsanteil an EV-Modellen zu erhöhen, da diese von den Regulatoren (fälschlicherweise?) als Co2-neutral eingestuft werden. Dies geht jedoch vorderhand zulasten der Marge (tieferer Durchschnittsertrag pro Fahrzeug).

Die Verbreitung von E-Fahrzeugen korreliert eng mit staatlichen Anreizen, wie in China und Norwegen aber auch im letzten halben Jahr im übrigen Europa zu sehen ist. Die Elektrifizierung ist eine Herausforderung für die Marktposition und Cashflows der etablierten Hersteller. Für einige Automobilzulieferer kann diese Transformation in den nächsten fünf Jahren aber auch eine Chance darstellen.

Als Katalysator für die Volumen Anpassung elektrischer Fahrzeuge sehen wir v.a. die Kostenparität mit traditionellen «Verbrennern». Die Kosten-Wettbewerbsfähigkeit der Hersteller wird die Achillesferse sein, solange die Volumina niedrig bleiben. Verschiedene Studien rechnen mit einer Marktdurchdringung von elektrifizierten Fahrzeugen von bis zu 30% bis 2025 (Europa 35-40%). Bis zu diesem Zeitpunkt dürfte auch die Kostenparität mit Verbrennungsmotoren erreicht werden. Das heisst, dass die seit Mitte 2020 laufende Verdrängung von Verbrennungsmotoren stark zunehmen wird, falls sinkende Batteriekosten nicht durch steigende Rohmaterialpreise verwässert werden (globales Wachstum an EV-Verkäufen 2020 +41%; Europa +105%; 1Q21: +140%). Wie bereits erwähnt, sind dabei staatliche Anreize (Subventionen; aktuell ~10% des Verkaufspreises) respektive regulatorische Zwänge (Co2-Vorgaben; Einführung von Quoten resp. künftige Verbote) ein Schlüssel-Faktor für die Verbreitung von elektrifizierten Fahrzeugen. Weitere Voraussetzungen sind die flächendeckende Verbreitung von Ladestationen im öffentlichen und privaten Raum, ein höheres Konsumentenvertrauen (Reichweite) sowie ein breites Angebot an attraktiven EV Modellen.



Quellen: IEA, Automotive News, I-CV

Gerade deutsche Autobauer waren nicht immer die schnellsten, wenn es darum ging, neue Trends im Automobilbereich zu adaptieren. Jedoch haben sie es meistens geschafft, in der späteren Phase zu den besten Anbietern zu gehören. Neben Tesla (Marktanteil 20%) haben aus unserer Sicht derzeit VW, Toyota und GM sowie die japanischen Hersteller die beste Ausgangslage im Bereich Elektrifizierung.

Picks & Pans

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
- Starkes Finanzprofil mit solider Kapitalstruktur und Liquiditätssituation
- Konservative Finanzpolitik

Picks

Toyota (Technologieführerschaft)
BMW (starkes Finanzprofil)
Volkswagen (SUV/EV-Potential, China, ESG)
Hyundai (fortgeschrittener Turnaround)
Stellantis, Exor (Spezialsituation Merger)



Hella (starkes Produktportfolio, solides Finanzprofil)
Schaeffler (Rising Star Potential)
Gestamp (Turnaround-Situation)

Firmenspezifische Eigenschaften

- Einseitig auf Modelle und Märkte ausgerichtet
- Hohe Volatilität von Margen und Cashflows
- Restrukturierungsfall
- Aufholbedarf bezüglich Mobilitätstrends und alternativen Antrieben; hohe Kosten für das Einhalten der Co2-Vorgaben
- Erosion des Finanz- und Geschäftsprofils; negativer Bonitätstrend

Pans

Ford Motor (Restrukturierung; "laggard")
Renault (Restrukturierungsfall)
Nissan (führungsschwach)



Harley-Davidson (Geschäftsmodell)
Continental (Transformation, Margenschwäche)
Samvardhana Motherson (fehlende Preismacht)
ZF Friedrichshafen (schwaches Finanzprofil)

Relative Value

Strukturelle Herausforderungen, Ratingdruck und eine höhere Flut von Emissionen tragen dazu bei, dass der Sektor berechtigterweise höhere Risikoprämien als der Gesamtindex an Unternehmensanleihen aufweist. Aus Relative Value Sicht interessant erscheinen uns derzeit VW (Verbesserung des ESG-Profiles macht den Konzern wieder für eine breitere Investorenschicht investierbar), Toyota und GM sowie auch einzelne Nachranganleihen. Kontaktieren Sie uns für konkrete Vorschläge.

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 des operativen Gewinns der Hersteller beisteuern (2020 sogar >50%). Die Auswirkungen der Covid-Krise werden verzögert auch bei den Finanztochtergesellschaften zu spüren sein, da wir davon ausgehen, dass Restwert- aber auch Kreditrisiken für diese Anbieter steigen werden. 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 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.

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.