

Credit Insight: 26. März 2020 / PFD

Autobauer geraten in perfekten Sturm

Branchencharakteristik

- Zyklische Branche mit volatiler Nachfrage und hohen Markteintrittsbarrieren, stark abhängig von Konjunktorentwicklung, Konsumentenstimmung und -präferenzen
- Rascher Wandel bezüglich Regulation (Sicherheit und Emissionen) und Technologie (alternative Antriebssysteme, Konnektivität, autonomes Fahren)
- Konstant hohe Investitionen in Forschung und Entwicklung, Produktion und den Vertrieb neuer Produkte sowie für Innovationen zur Reduktion des Abgas- und Treibstoffverbrauchs
- Nettoverschuldung eines Investment Grade Autobauers sollte im Normalfall negativ (Netto-Cashposition) sein, d.h. hohes finanzielles Polster, um Nachfragerückgänge und Schwankungen des Umlaufvermögens auffangen zu können
- Erzielung von umfangreichen Skaleneffekten unabdingbar für die Erwirtschaftung einer angemessenen Kapitalrendite
- Steigende Wettbewerbsintensität unter den 12 grössten globalen Produzenten; Gefahr von Überkapazitäten

Industrie-Treiber

Industrie Treiber	Merkmale	Aktuelle Situation	Auswirkungen auf die Bonität
Konjunktur	Erschwinglichkeit; Ersatzrate; Arbeitslosenrate; Zinsentwicklung	Bereits vor COVID-19 negatives Wachstum der Automobilverkäufe; Produktionsunterbrüche und mögliche Rezession; steigende Arbeitslosenraten	
Konsumverhalten	Mobilität; Status; Nachhaltigkeit; Präferenzen	Anhaltender Trend 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 Handelskosten (Zölle) belasten die Margen; Ölpreiserfall und tiefere Rohstoffpreise positiv	
Finanzierungskosten	Zugang; Zinskosten; Rabatte; Restwerte; Debitorenrisiken	Zugang zu Finanzierungen noch offen; Rabatte stützen; tiefe Zinskosten positiv für Nachfrage; Debitoren- und Restwertrisiken steigen	
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 "Declining"	Anhaltend hohe Investitionen, sinkende Volumen (Produktions- und Verkaufsunterbrüche; Rezessionsgefahr) und Margendruck (Konkurrenz) belasten die Finanzprofile der Automobilhersteller, welche sich jedoch stärker als vor der letzten Krise präsentieren (moderatere Verschuldung; höhere Nettocashbestände)		

1

Aktuelle Entwicklungen

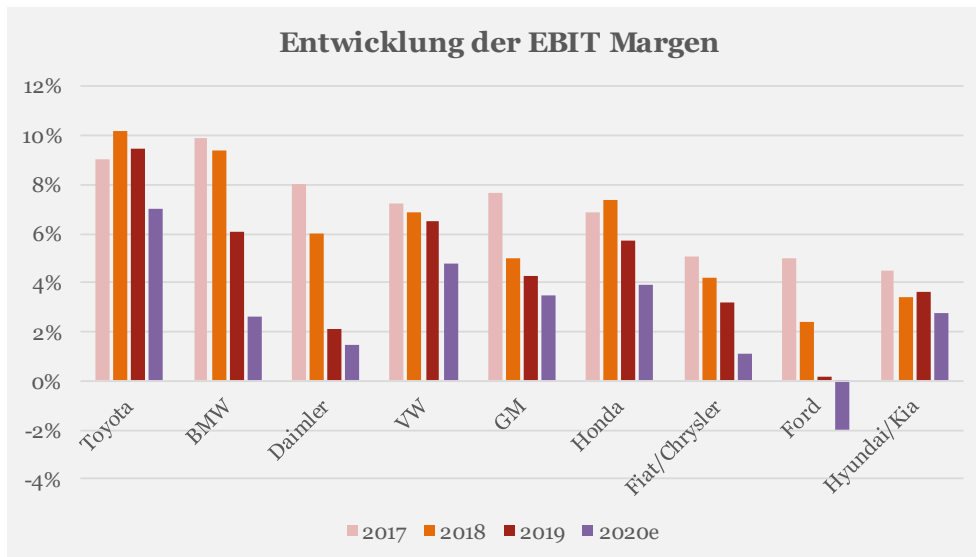
Bereits rückläufige Volumen in Produktion und Verkauf durch COVID-19 noch massiv verstärkt

- Grosse Verunsicherung im Zusammenhang mit den Handelsdisputen, der COVID-19 Pandemie sowie Rezessionsbefürchtungen. Nach Wachstum 2010-2017 Rückgang der globalen Verkaufszahlen (2018: -0.6% yoy; 2019: -4.6% yoy)
- Beschleunigung des negativen Trends im 1Q20: (Verkaufszahlen EU: Jan-Feb -7.3%; März geschätzt -80%). Aufgrund der Produktionsunterbrüche und den geschlossenen Verkaufslökalen erwarten wir im 2Q20 eine weitere Verschlechterung
- Wir rechnen für das ganze Jahr 2020 mit einem Einbruch der globalen Verkaufszahlen von 13%-15% gegenüber VJ und einer leichten Erholung im 2021

- «Lichtblicke» in China: Nach Produktionsausfällen und massiven Einbrüchen der Verkaufszahlen im Januar und Februar hören wir, dass rund 90% der Fabrikationsstätten wieder produktiv sind, jedoch bei tieferer Kapazitätsauslastung. Ebenfalls sind die meisten Verkaufsräume wiedereröffnet worden

Margen unter Druck:

- Verkaufsrückgänge bei anhaltend hohen Fixkosten und Investitionen üben nebst dem starken Konkurrenzkampf, Belastungen aus Rückrufaktionen, Strafzahlungen sowie Handelszöllen weiteren Druck auf die Margen aus
- Massenmarkt-Anbieter am stärksten betroffen, weil höhere Kosten nicht vollumfänglich an die Konsumenten weitergegeben werden können
- Über den Zyklus normalisierte EBIT Margen eines Investment Grade Autobauers sollte in der Regel zwischen 5%-8% liegen



Schärfere Emissionsvorschriften und Push zu alternativen Antrieben:

- Die rigiden Emissionsvorschriften und der in einzelnen Ländern propagierte Ausstieg aus Verbrennungsmotoren fördert die Verbreitung von alternativen Antriebssystemen
- Zur Vermeidung von Strafzahlungen 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
- Den Herstellern muss es gelingen, den bisher fehlenden Kundennutzen zu verbessern (hohe Preise, fehlende Infrastruktur, ungenügende Reichweite, umstrittene Batterietechnologie). Der Zerfall der Ölpreise mit länger als erwartet tieferen Benzinpreisen könnte die Transformation zu elektrifizierten Antrieben verzögern
- Die Höhe an Subventionen (s. Norwegen) ist ebenfalls ein wichtiger Treiber für dieses junge aber stark wachsende Segment
- Sämtliche Autobauer haben signifikante Investitionen in die Elektrifizierung ihrer Flotte angekündigt

Kreditprofile: Aussichten

- Die Automobilhersteller verfügen aktuell über stärkere Kreditprofile als vor der letzten Finanzkrise, stehen jedoch erst am Anfang des strukturellen Umbruchs der Industrie
- Aufgrund dieser Transformation und dem ausserordentlich schwierigen Marktumfeld mit Produktions- und Verkaufsunterbrüchen erwarten wir für 2020 bei nahezu allen Herstellern einen signifikanten Rückgang der Margen und freien Cashflows; das Liquiditäts-Management eines jeden Automobilherstellers wird nun entscheidend sein
- Die Abschwächung der Kreditkennzahlen wird die finanzielle Flexibilität der Automobilhersteller limitieren. Eine länger als erwartet andauernde Pandemie oder eine Eskalation des Handelsstreites kann die Situation noch verschärfen
- Bisher sind keine direkten (Staatsbeteiligung) oder indirekten (Abwrackprämien wie während der Finanzkrise) Hilfspakete für die Industrie gesprochen worden. Diese Diskussion dürfte aber zunehmen, je länger die Krise dauert
- Der Druck zu massiven Investitionen in Zukunftstechnologien 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 der Agenturen. Diese haben in den letzten Tagen damit begonnen, (zu spät) auf die Krise zu reagieren, während I-CV seit Mitte 2018 bereits den Sektor-Ausblick auf Declining setzte und rechtzeitig die notwendigen Ratinganpassungen vorgenommen hat

Picks & Pans (fundamental)

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

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. Die COVID-Krise wird auch den Finanztochtergesellschaften zusetzen, da Restwert- und Refinanzierungsrisiken 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 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.

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.