30.07.2018 · Uwe Burkert, Chefvolkswirt, Leiter des Bereichs Research
Autoren: Gerhard Wolf, Frank Biller

LBBW
Bereit für Neues

LBBW Credit Outlook Automotive H2 2018

Das Gewitter bleibt aus – Entspannung in Sicht

Agenda

01 Zusammenfassung und Top Picks 3
02 Absatzentwicklung 6
03 Zölle 9
04 Branchentransformation und Antriebe 16
05 Kapitalmarktsicht: Blick auf die Bondmärkte 24

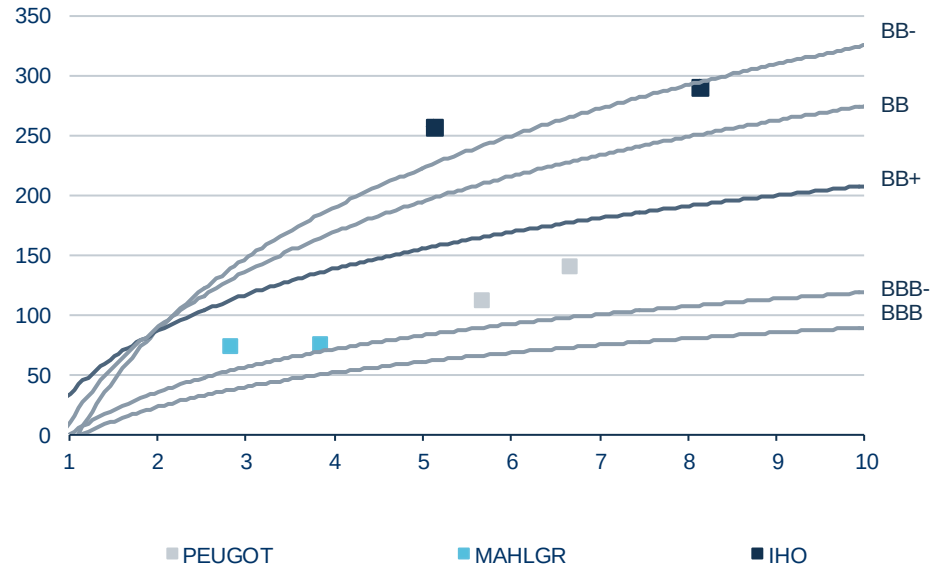
Das Gewitter bleibt aus – Entspannung in Sicht
Sektor hochgestuft auf Übergewichten

- **Absatz:** Mit einem Plus von 3,5% (e: +2,2%) in den ersten 6 Monaten 2018 hat sich der PKW-Absatz weltweit besser entwickelt als erwartet. Dazu trugen v.a. China, aber auch ein überraschend starker Markt in den USA bei.
- **Ausblick Gesamtjahr 2018:** Die Wachstumsdynamik in H2 2018 dürfte u.E. nachlassen. Gründe: WLTP-Abgasnorm sorgt für einen temporären Produktionsrückgang; nachlassende Konjunkturdynamik in den Industriestaaten, Brexit und Wegfall deutscher Umweltprämien.
- **Zölle:** Entspannung nach jüngster Einigungstendenz. Handelsstreit USA-China belastet aber weiterhin. Ohne Einigung sind u.E. bis zu 10% Gewinnrückgang temporär zu befürchten. Die langfristigen Folgen: Verlagerung der Produktion in die Zielmärkte.
- **Dieselskandal:** Tiefpunkt u.E. erreicht. Weitere Straf- und Rückrufaktionen noch möglich, aber nicht existenzbedrohlich. CO2-Ziele: Ohne alternative Antriebe (v.a. E-Mobilität) und Diesel nicht zu erfüllen. Struktureller Wandel beschleunigt sich. Hohe Investitionen nötig.
- **Sektor Übergewichten** (von Untergewichten): Entspannung bei Zöllen und Dieselskandal, sehr solide Ratings und Finanzen sowie ein aktiv gestalteter Transformationsprozess dürften u.E. zu einer Umkehr der starken Spreadausweitung und Aktienschwäche führen.

Sektor Übergewichten - Aktuelle Top Picks Senior Bonds

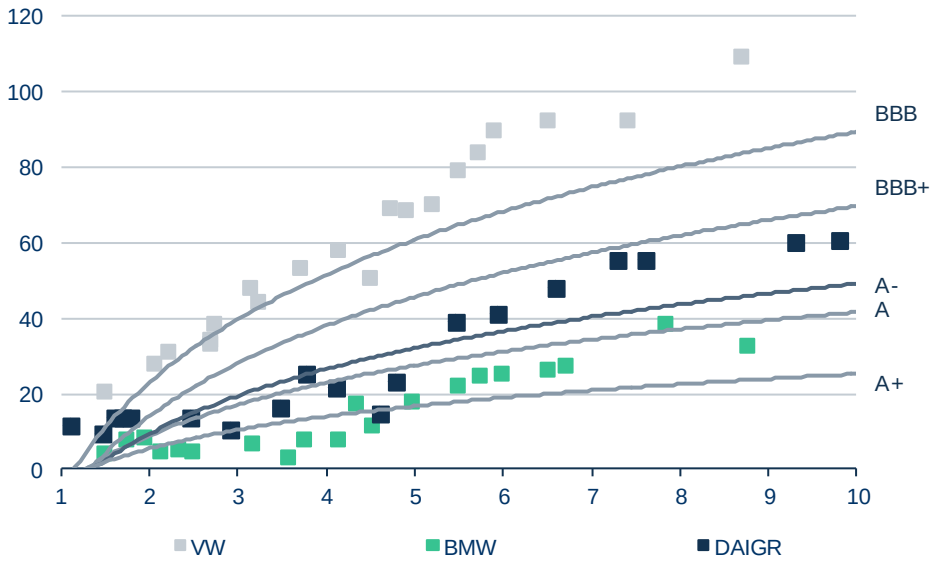
Ausgewählte Bonds im Automotive-Sektor

Z-Spread Bp.



Deutsche Premium Bonds im IG Bereich

Z-Spread Bp.



- Bei guten Bonitäten bietet sich v.a. eine CLN als attraktive Alternative an aufgrund der Spanne zwischen Bondspreads und CDS.
- Wegen der engen Spreads können wir Continental und Michelin derzeit nicht empfehlen.

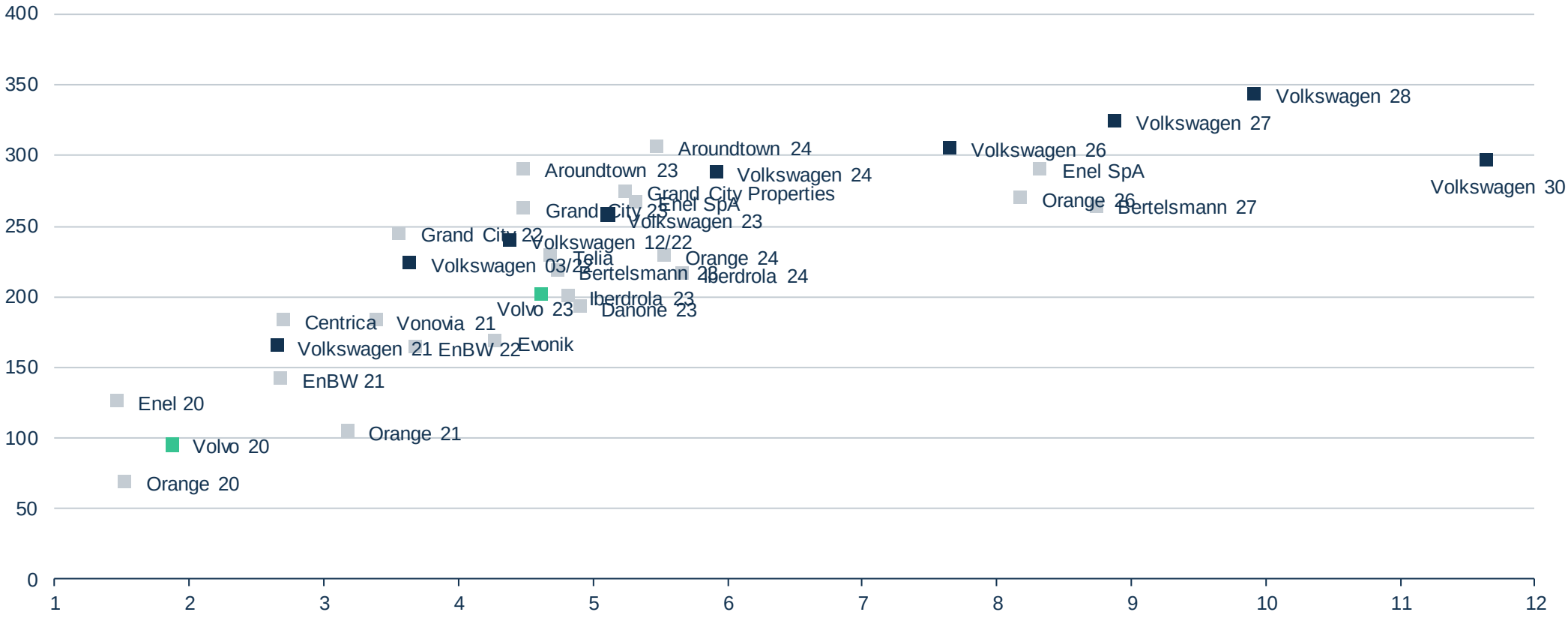
→ Interessant sind längere Laufzeiten der deutschen Hersteller sowie Mahle, im HY Bereich die Bonds von IHO/Schaeffler sowie die mittleren Laufzeiten von Peugeot.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research, per 30.07.2018

Sektor Übergewichten - Aktuelle Top Picks Hybride

VW- und Volvo-Hybride im Vergleich mit ausgewählten Hybriden im BBB- Segment

Z-Spreads to Call in Bp.

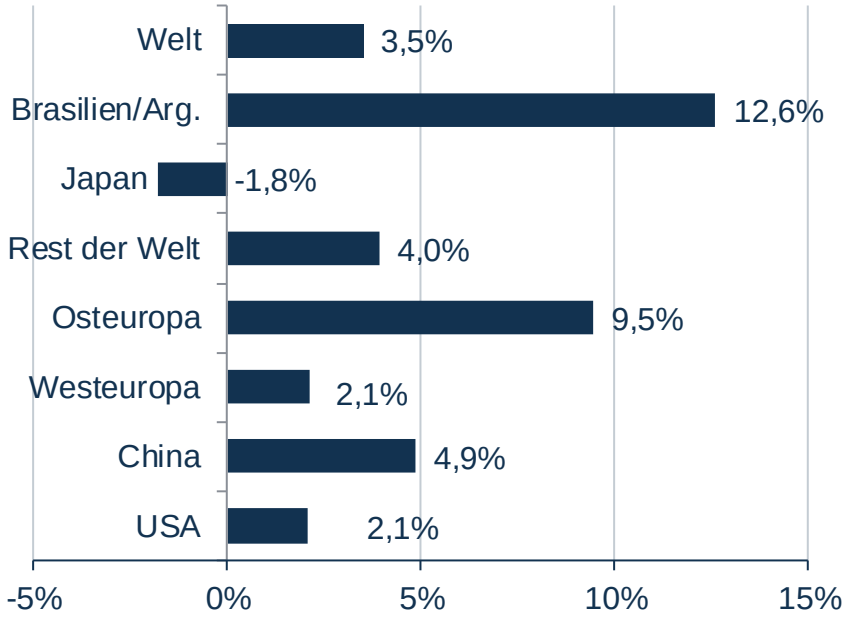


Volvo und VW Hybride sind für uns ein Kauf.

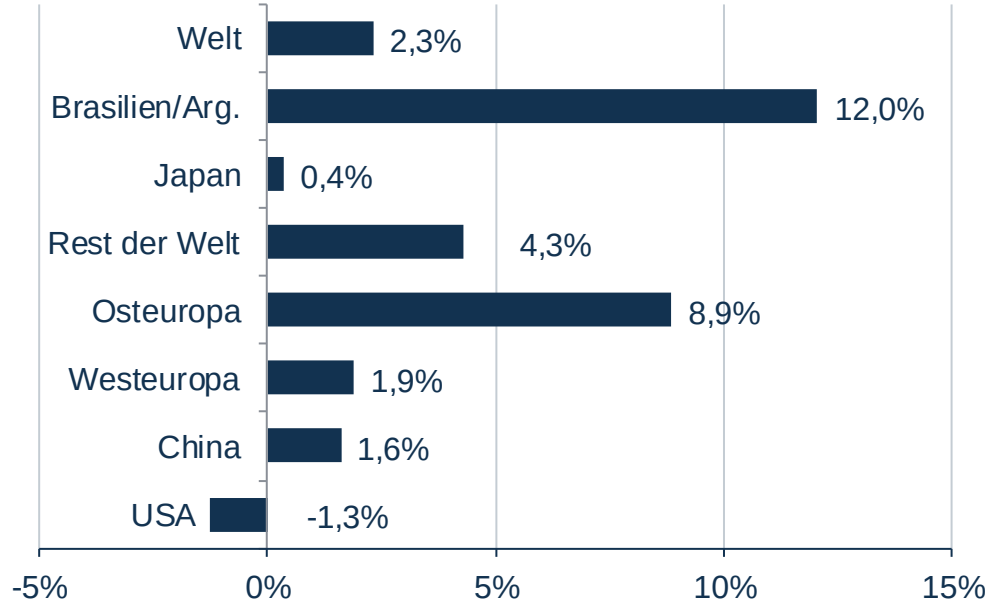
Quelle: Bloomberg, LBBW Research, per 30.07.2018

Globaler Blick: Autoabsatz nach Regionen – weltweit besser als erwartet

Entwicklung seit Jahresanfang
in % vs. Vorjahr



Prognose für GJ 2018
in % vs. Vorjahr

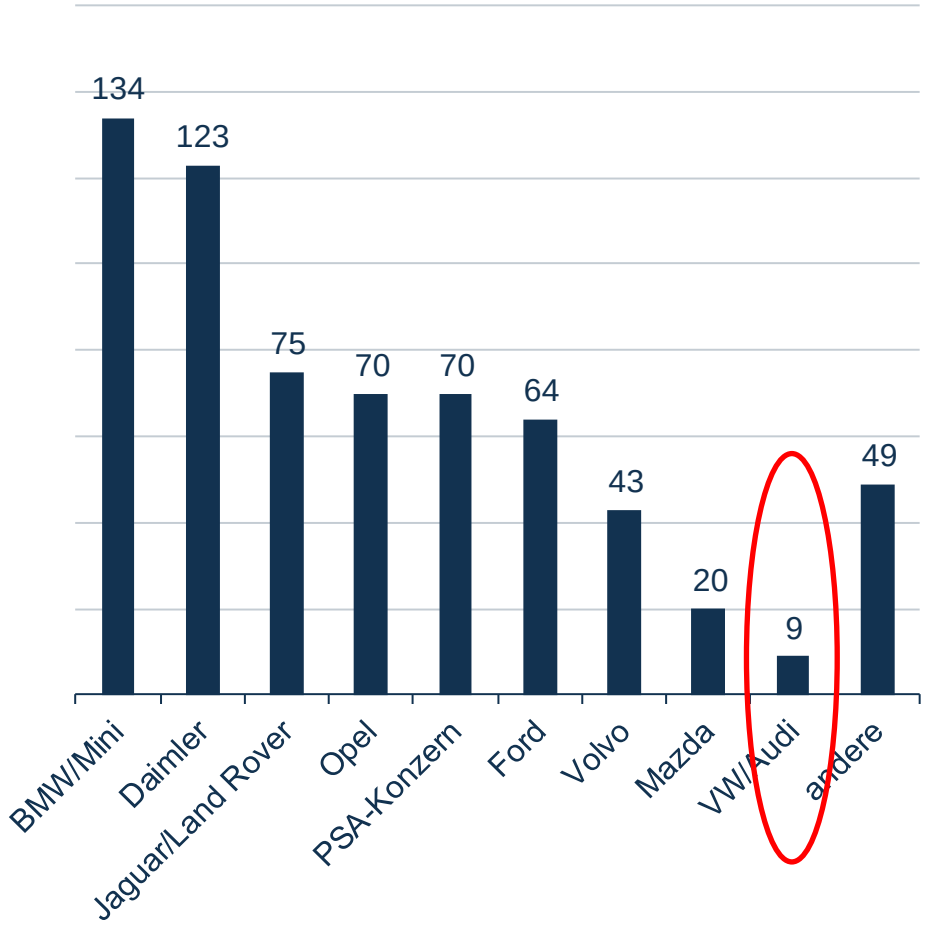


Absatzentwicklung in H1/2018 ist besser als ursprünglich erwartet. Statt +2,2% wächst der Weltmarkt bislang um +3,5%. Treiber sind v.a. die Erholung in Brasilien und Russland, anhaltend hohes Wachstum in China. Die USA sind schwach, aber derzeit nicht mehr im Minus (2017 -1,9%). Westeuropa profitierte von Diesel-Umtauschprämien.
Ruhe vor dem Sturm? Wolken ja, Gewitter nein. Die Wachstumsdynamik wird in H2/2018 nachlassen. Risikofaktoren sind in Europa der Wegfall von Umtauschprämien und der Brexit in UK (-6,3% YtD), in den USA der hohe Reifegrad und die Zinserhöhung. Der Handelsstreit wird v.a. die Entwicklung in China und den USA treffen.

Quelle: LMC Automotive (07/18), LBBW Research

Lieferverzögerungen durch fehlende WLTP-Zertifizierungen

Anzahl Modelle mit Euro 6d-TEMP
RDE und WLTP zertifiziert



Neue WLTP-Abgasnorm gilt in Europa ab 1.9.18 für alle Neuzulassungen

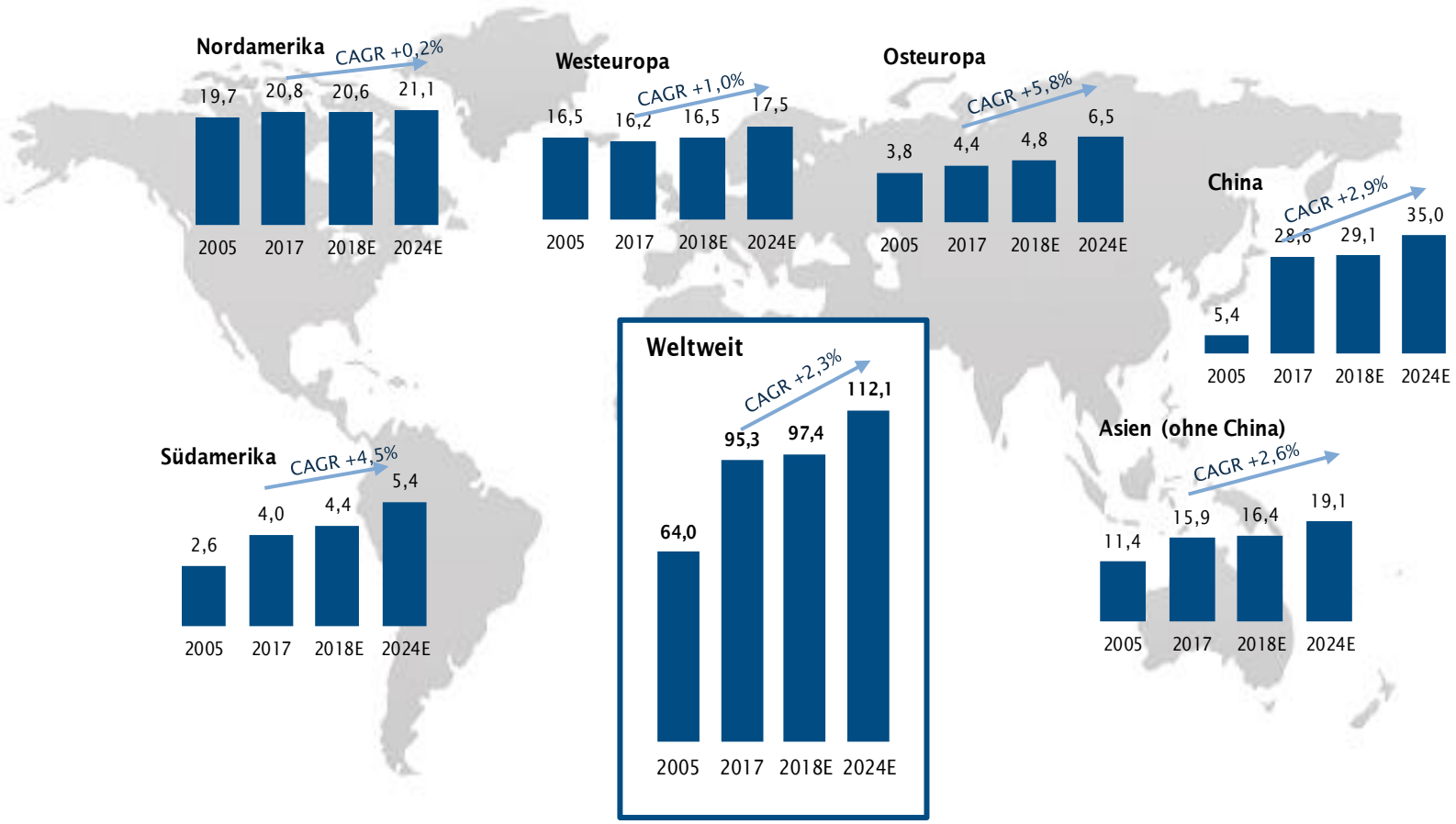
- Zusätzlich sind bei den NOx-Emissionen Konformitätsfaktoren nach RDE (Real Driving Emissions) einzuhalten.
- Bei Volkswagen fehlten Mitte Juni noch bei rund 97% der Modellvarianten die WLTP-Zertifizierungen. In H2 2018 temporärer Produktionsstopp für 200-250 Tsd. Fahrzeuge.
- VDA rechnet allein bei den deutschen Konzernmarken noch mit über 500 fehlenden WLTP/RDE-Genehmigungen (Stand 10.6.).
- BMW ist bei den WLTP-Zertifizierungen weitgehend durch. Daimler liegt noch hinter dem eigenen Zeitplan der geplanten Zertifizierungen zurück. Damit dürfte es in Q3/18 teilweise zu Lieferverzögerungen kommen, die jedoch weitgehend in Q4/18 aufgeholt werden sollen.
- Die europäische Automobilproduktion dürfte in H2/18 schon wegen der Lieferverzögerungen v.a. bei Volkswagen leicht zurückgehen.

Quelle: Unternehmen, ADAC, LBBW Research

Langfristige Absatzentwicklung – regionales Wachstum mit unterschiedlicher Dynamik

Absatzentwicklung PKW und leichte Nutzfahrzeuge

Mio. Einheiten



Quelle: LMC Automotive (06/18), LBBW Research

Unterschiedliche Zollsätze zwischen Europa und den USA

Zollsätze für Autos, Autoteile und LKWs

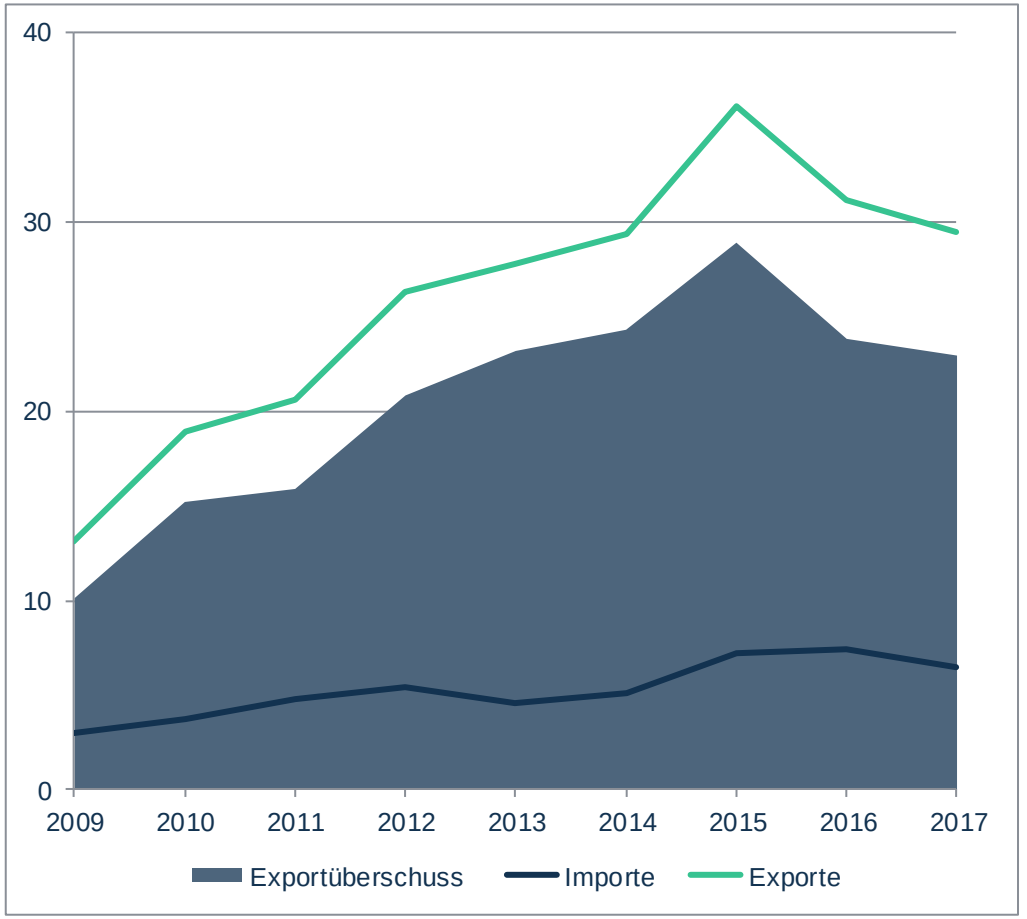
in %

Quelle: VDA, LBBW Research

Donald Trump: Zu viele Mercedes auf der Fifth Avenue, zu wenig Chevrolets in Deutschland

Smart im Einsatz bei der New Yorker Polizei

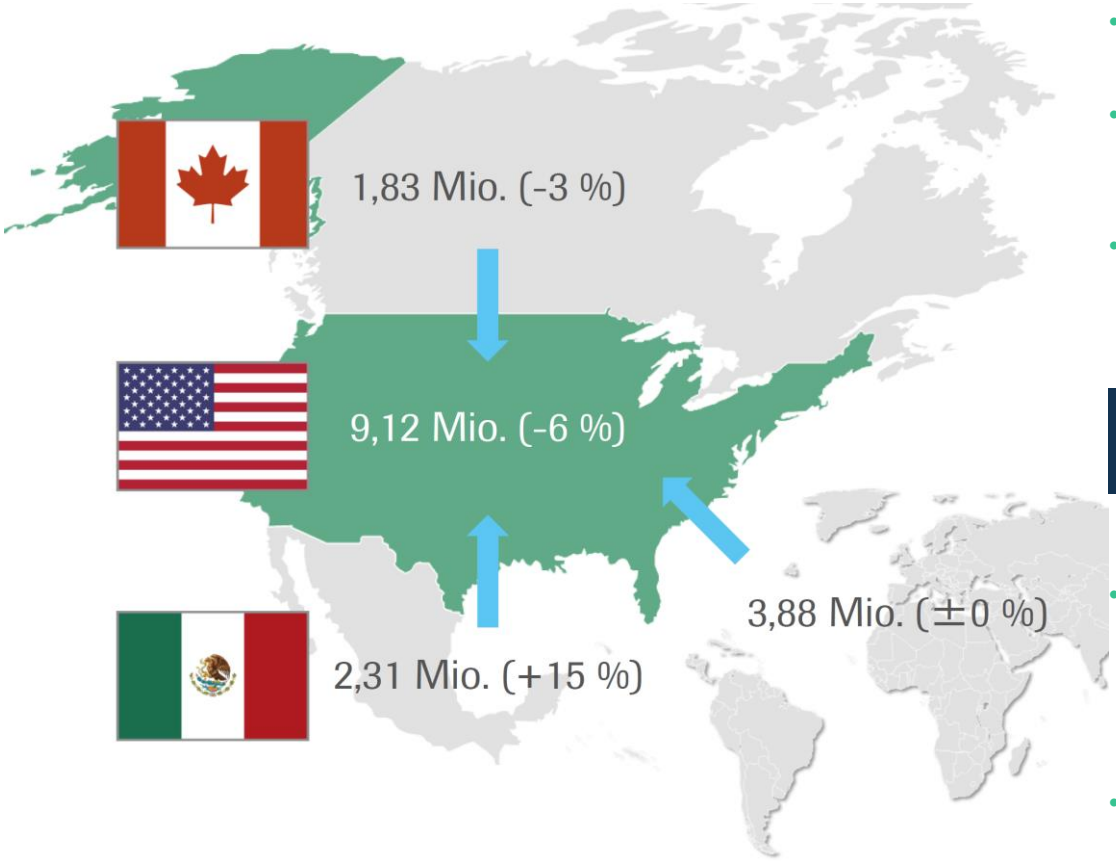
Handelsbilanz D – USA (PKW, Autoteile)*



* in Mrd. EUR
Quelle: VDA, Statistisches Bundesamt, LBBW Research, Gerhard Wolf

Jedes vierte Fahrzeug in den USA wird außerhalb NAFTA‘s produziert

US-Verkäufe nach Herkunft der Fahrzeuge
(Stückzahlen; 2017)



Quelle: VDA, LBBW Research

USA sind zweitgrößter Automarkt weltweit

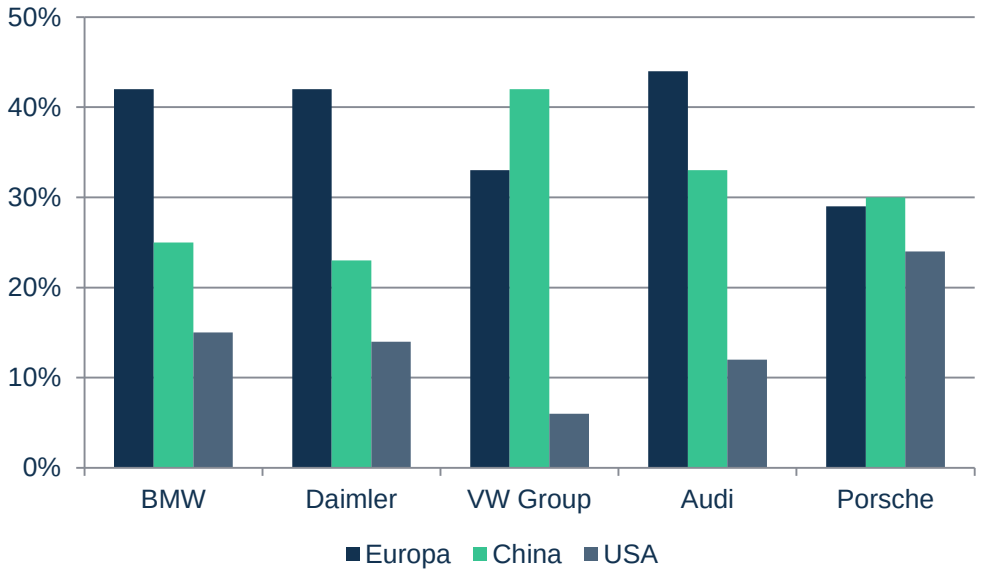
- 17,1 Mio. Fahrzeuge wurden 2017 in den USA verkauft (zum Vergleich: China 28,6 Mio., Europa 16,3 Mio.).
- 53% stammen aus lokaler US-Produktion. Im NAFTA-Raum werden 11% in Kanada, 13% in Mexiko produziert.
  → Damit werden rd. 25% der Autos importiert.
- Die Amerikaner produzieren somit weniger als sie konsumieren und dies wird sich nach unserer Einschätzung auch kurzfristig nicht ändern.

US-Importzölle – aktueller Stand

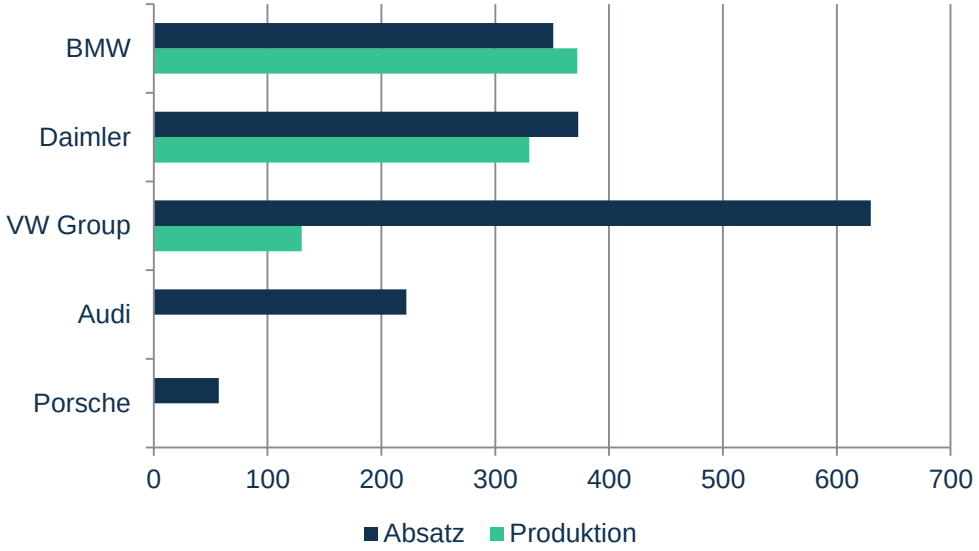
- Der Besuch von EU-Kommissionspräsident Juncker bei US-Präsident Trump scheint erfolgreich gewesen zu sein. So wurde vereinbart, zunächst keine neuen gegenseitigen Zölle zu erheben, gleichzeitig treten die USA und die EU in Verhandlungen über einen Abbau von Handelshemmnissen ein.
- Die USA werden die bereits eingeführten Zölle auf Aluminium- und Stahlprodukte nochmals überprüfen, im Gegenzug hat sich die EU bereit erklärt, ihre Importe von Flüssiggas und Sojabohnen aus den USA zu erhöhen. Der transatlantische Handelsstreit ist damit zwar noch nicht beendet, eine weitere Eskalation konnte jedoch zunächst vermieden werden.

Der US-Markt ist wichtig – China ist noch wichtiger

Absatzanteile nach Regionen/ Ländern
(in % vom Gesamtabsatz 2017)



Absatz und Produktion in den USA
(in Tsd. Stückzahlen 2017)

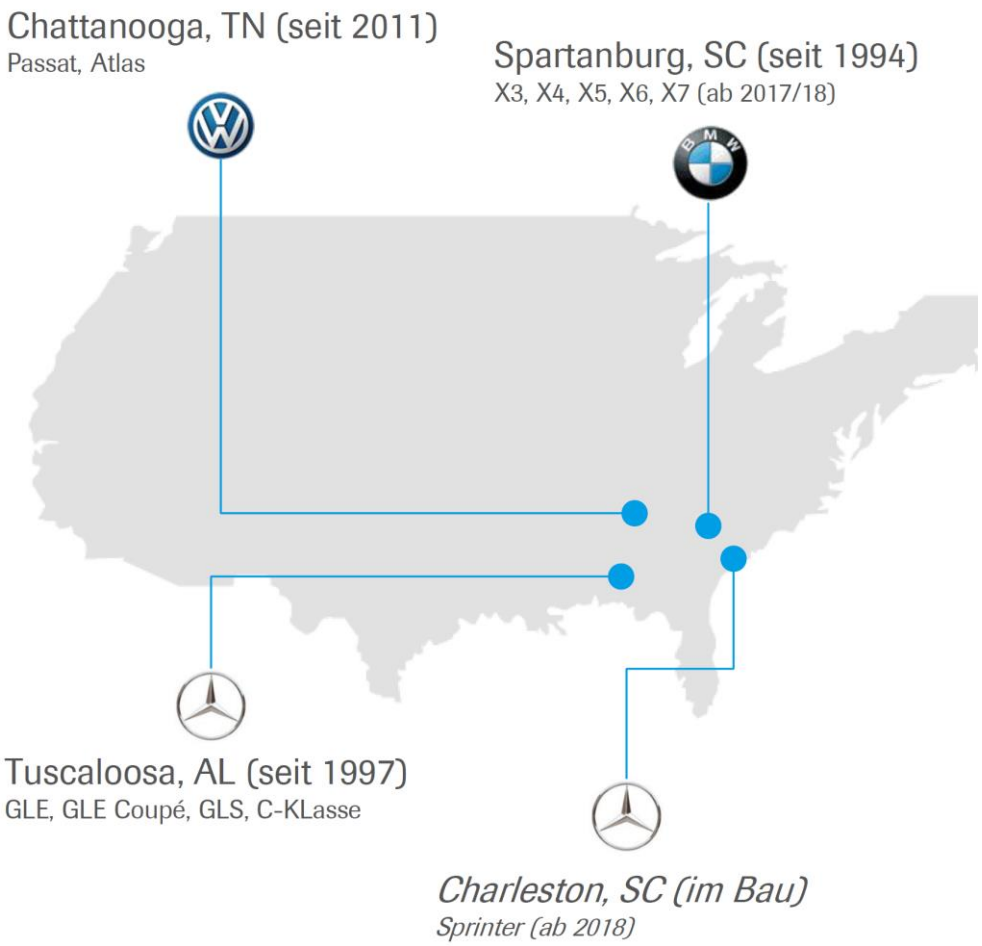


- Für die deutschen Hersteller ist der zweitgrößte Automobilmarkt USA ein wichtiger und bedeutsamer Markt (Absatzanteile: BMW 15%, Daimler 14%, Audi 12%, Porsche 24%). Wichtiger ist jedoch der Heimatmarkt Westeuropa. Gleich dahinter folgt China. Für den VW-Konzern ist dies sogar der wichtigste Markt schlechthin.
- Für die USA erwarten wir 2018 einen Rückgang um -1,3%, während China um +1,6% wachsen dürfte, Westeuropa um +1,9%.
- Um die Auswirkungen von Importzöllen zu verstehen, reicht jedoch ein Blick auf den Absatz- oder Umsatzanteil alleine nicht aus.
- Die USA sind für die meisten Hersteller zwischenzeitlich ein wichtiger Produktionsstandort geworden. So produzierte BMW 2017 mit 372 Tsd. Stück mehr Autos, als im Land selbst abgesetzt wurden (351 Tsd.). Nur Audi und Porsche haben keinen Produktionsstandort im Land selbst.

Quelle: LMC Automotive, LBBW Research.

Produktionsstrategien der deutschen Hersteller – zwischen Weltauto und Werksverbund

PKW-Werke deutscher Hersteller in den USA



Deutsche Hersteller produzieren schon lange in den USA

- Alle deutschen Hersteller haben eine Produktion in den USA. Insbesondere die deutschen Premiumhersteller und viele deutschen Zulieferer sind mit hohen Direktinvestitionen vor Ort tätig und schaffen damit auch US-Arbeitsplätze (rd. 118.000 Mitarbeiter).
- Motivation: Marktnähe und Ausgleich von Wechselkursschwankungen (Natural Hedge).
- Wesentliche Standortvorteile im Süden: geringere Lohnkosten, niedrige Präsenz der Gewerkschaften und Investitionszuschüsse.
- **BMW:** Spartanburg ist zwischenzeitlich das größte BMW-Werk; Produktion sämtlicher X-Modelle (außer X1) für den Weltmarkt (Weltauto). Durch Werkserweiterung in China(X3-Produktion vorgesehen) soll Abhängigkeit vom US-Markt verringert werden.
- **Daimler:** Neben SUVs GLE und GLS wird die C-Klasse im Weltverbund (neben Bremen, China, Südafrika) hergestellt.
- **VW** produziert ausschließlich für den US-Markt.

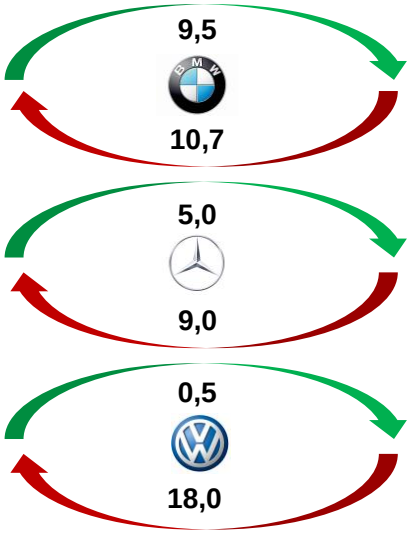
→ Die US-Produktion der deutschen OEMs hat sich zwischen 2009 und 2017 vervierfacht (Gesamt-Markt USA verdoppelt). Dabei werden 60% wieder exportiert.

Quellen: VDA, LBBW Research

Handelsströme der deutschen Autohersteller mit den USA

Export- und Importströme der deutschen Hersteller

(Warenwert in Mrd. USD)



- **Der Modellmix bestimmt das Handelsdefizit.** Teure Oberklasse Premium Fahrzeuge werden in Deutschland produziert; 60% der US-Produktion wird wiederum exportiert.
- **Höhere Zölle träfen vor allem Volkswagen.** Keine US-Fertigung von Porsche und Audi; höhere Preiselastizität der Kunden im Volumengeschäft.
- **Chinesische Gegenmaßnahmen treffen auch die deutsche US-Produktion.** Seit Anfang Juli gilt ein Einfuhrzoll von 40% auf Fahrzeuge aus US-Produktion. Stark betroffen sind FCA (Jeep Wrangler), BMW (große X-Modelle) und Daimler (große SUVs). Zölle auf europäische Fahrzeuge wurden von 25% auf 15% abgesenkt.

Quelle: Unternehmen, Freepik, LBBW Research

Im Worst-Case: Zwei Szenarien zur Ergebnisauswirkung für die Hersteller bei US-Import-Zöllen auf deutsche Autos

1 Lokale Produktion wird angerechnet

(30% Wahrscheinlichkeit)

Unternehmen mit eigener lokaler Produktion (BMW, Daimler, VW mit Passat)

offene Nettopositionen in Mrd. USD als entscheidende Größe

Negative Auswirkungen auf das Konzernergebnis

→ **Auswirkungen auf Konzern-Jahresüberschuss: BMW -4%; Daimler -8%** → jeweils ohne weitere Maßnahmen (Preiserhöhungen, Produktionsflexibilität).

Audi/Porsche: kommen um Gegenmaßnahmen und Marktanteilsverluste nicht herum, da ohne US-Produktion.

2 Jeder Import unterliegt Zoll

(70% Wahrscheinlichkeit)

Brutto-Betrachtung (jeder Import wird besteuert, keine Verrechnung mit lokaler Produktion)

Massive **Preiserhöhungen**, um Verluste zu vermeiden (mind. „25% minus Marge“)

Deutlicher **Absatzrückgang** (Halbierung der Marktanteile nicht auszuschließen)

Ergebnisbeitrag USA fällt weg (Marge USA dürfte geringer als in Europa und in China sein)

Teile des Absatzes könnten in wachsende Märkte in andere Regionen verschifft werden

→ **Auswirkungen auf Konzern-Jahresüberschuss: BMW -10%; Daimler -9%; VW-Gruppe -10%** (i.W. Audi und Porsche)

Auswirkungen aus dem Leipziger Diesel-Urteil im Überblick

Rund 20 Milliarden Euro Vermögensschaden

- Betrifft v.a. die rd. 12 Mio. **PKW-Besitzer** (Wertvernichtung bzw. Nachrüstung).
- Zudem Schaden für die **Händler** (Abschreibungen und höhere Kapitalkosten) und die **Hersteller** (Leasing-Restwerte).

Weniger NO2, mehr CO2

- Absatz von Dieselfahrzeugen rückläufig, Bodenbildung und Stabilisierung erkennbar.
- Bislang jedoch Ersatz nicht durch E-Autos, sondern durch Benziner.
- Fehlende Alternativen für die individuelle Mobilität, insb. für die Langstrecke.

Arbeitsplätze bedroht

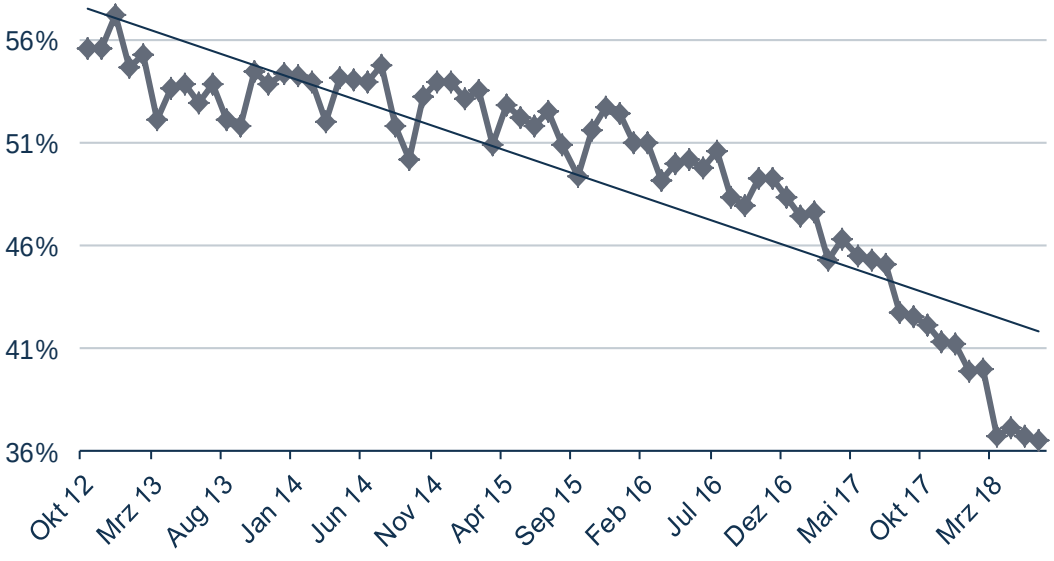
- Alleine bei Bosch arbeiten über 40.000 Menschen im Dieselbereich.
- Neue Stellen zum Beispiel für elektrische Antriebe erfordern andere Qualifikationen.

Diesel-Fabriken nichts mehr wert?

- Möglicherweise hohe Abschreibungen auf Produktionslinien für Diesel notwendig
- Hersteller investieren kräftig – aber woanders: alternative Antriebe, neue Mobilitätsdienstleistungen.

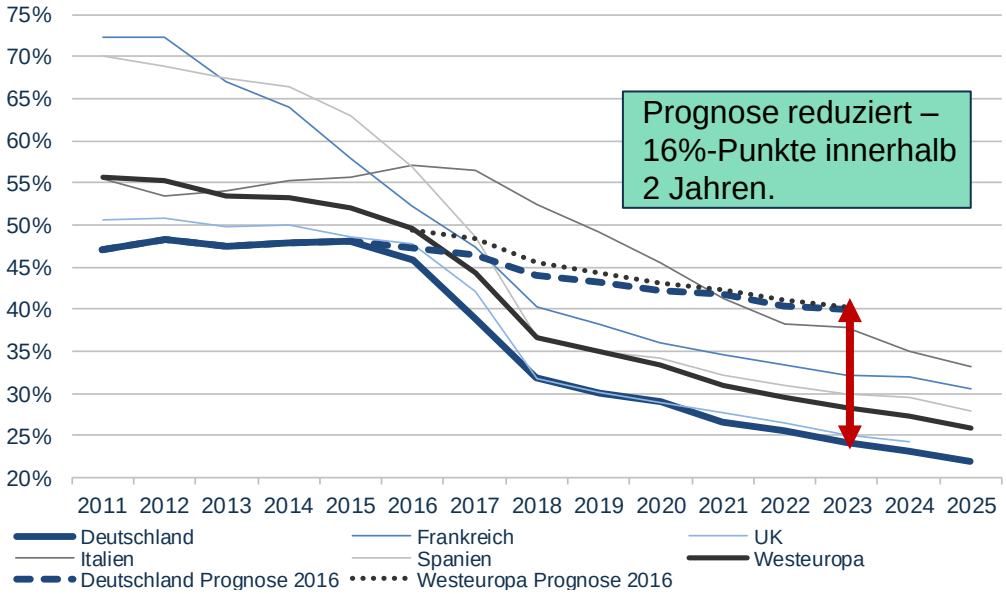
Dieselquote stabilisiert sich auf niedrigem Niveau

Dieselquote in Westeuropa



- Dieselkrise lässt Verbrauchervertrauen schrumpfen: „Darf mein Auto bald überhaupt noch in die Stadt?“ Wegen hohem Schadstoffausstoß drohen Dieselfahrverbote in vielen Kommunen (z.B. Stuttgart, München, Augsburg).
- Ergebnis: starker Einbruch der Verkaufszahlen seit 11/15.
- **Stabilisierung auf niedrigem Niveau seit 04/18.**

Prognosen Dieselquoten
(einzelne Länder)

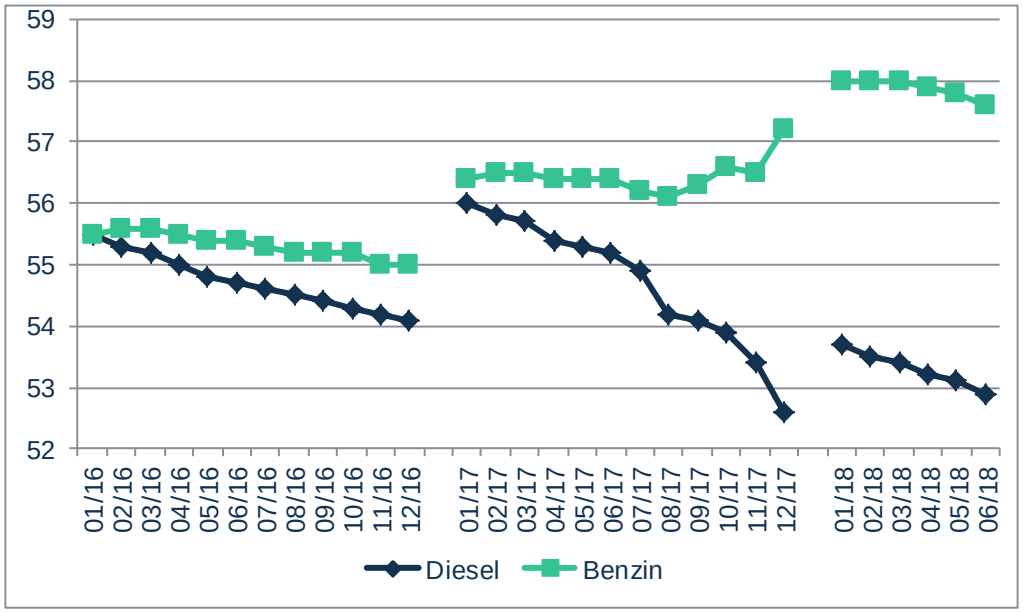


- Diesel ist nur in Europa relevant. Dabei ist der Rückgang in Deutschland stärker als in Westeuropa insgesamt.
- Kurzfristig sind die Hersteller flexibel, um eine höhere Nachfrage nach Benzinern zu bewältigen. Zudem sind sie weltweit unterwegs.
- Zugleich: Elektroautos gewinnen an Effizienz. Kernproblem: CO2-Regulierung (ab 2021 mit 95g/km durchschnittlicher Flottenverbrauch) verstärkt die Dynamik.

Quelle: LMC Automotive, LBBW Research.

Vermögensschaden von rd. 20 Mrd. EUR betrifft vor allem Verbraucher

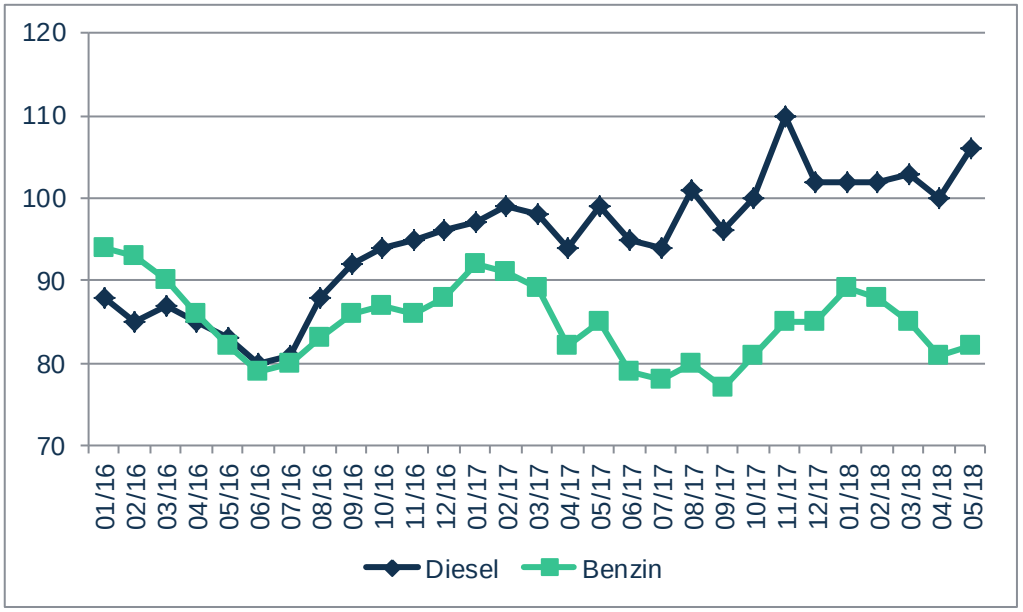
Wertentwicklung dreijähriger Gebrauchter
(in % vom Listenneupreis)



- Wertverlust: 15% dauerhaft für gebrauchte Diesel (lt. ZDK) → das entspricht ca. 2.400 EUR. Kosten einer Nachrüstung von Euro 5 auf Euro 6 lt. ADAC: 1.400 – 3.300 EUR pro Fahrzeug.

→ Wir schätzen den Vermögensschaden für die 5,9 Mio. Euro 5-PKW auf rd. 14 Mrd. EUR plus 6 Mrd. EUR für Euro 1-4 (6,5 Mio. Stück).

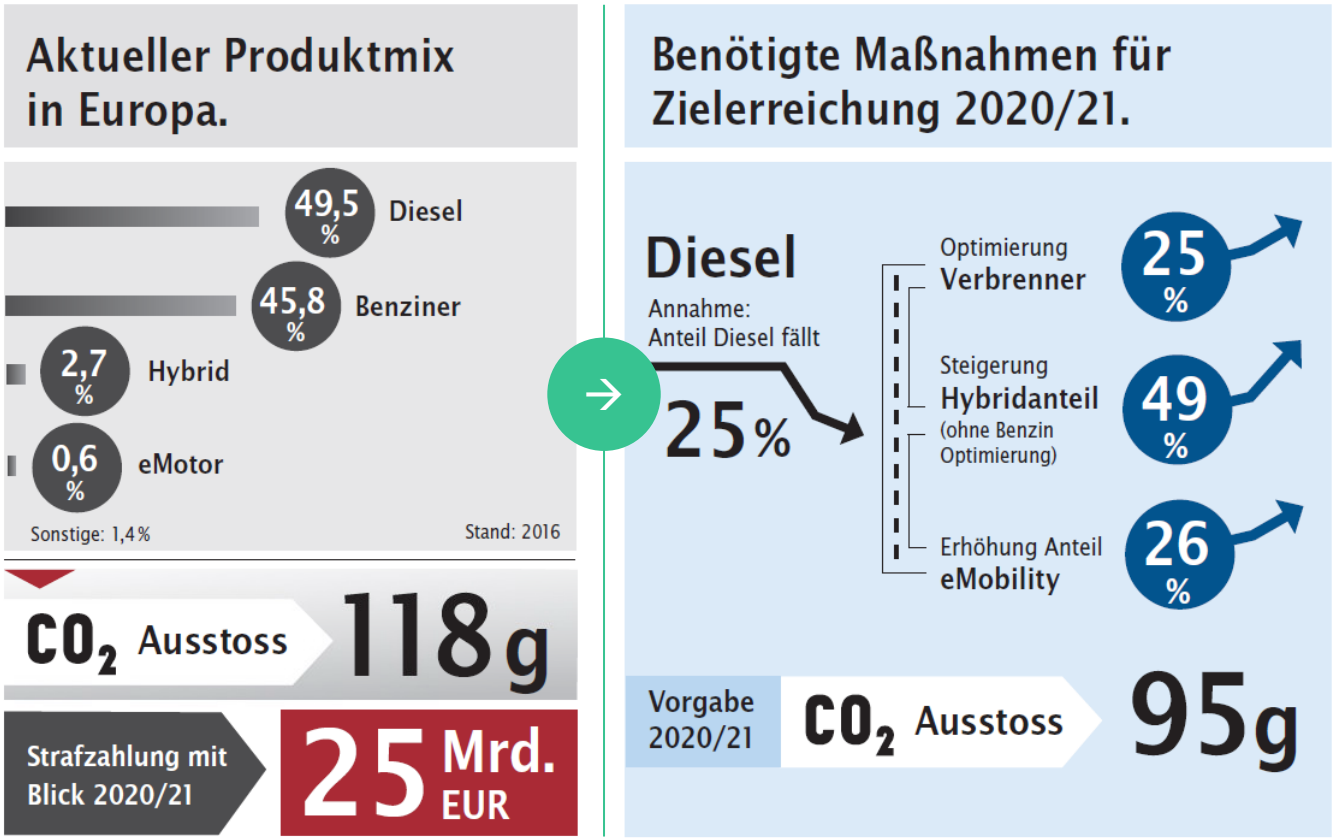
Diesel und Benziner: Standzeit beim Händler
(in Tagen)



- Großteil des Schadens dürfte bei **Privaten** liegen.
- **Händler:** Aktuell rd. 300.000 Euro 5-Fahrzeuge – potenzieller Vermögensschaden rd. 700 Mio. EUR plus erhöhte Kapitalkosten durch verlängerte Standzeiten.
- **Hersteller**: nur noch rd. 20% des Leasingportfolios entfällt auf Euro 5-Diesel (rd. 700 Mio. EUR)

Quelle: LMC Automotive, LBBW Research.

Ohne Diesel sind die europäischen CO2-Ziele bis 2020/21 nur schwer erreichbar – bis zu 25 Mrd. Euro Strafe drohen



- Vorteil Diesel gegenüber Benziner: ca. 15% weniger CO2- Ausstoß.
- Ohne einen signifikanten Dieselanteil sind die Emissionsziele 2020/21 für die deutschen Hersteller kaum erreichbar.
- Strafzahlungen lassen sich u.E. kurz-/mittelfristig kaum vermeiden.
- Ohne verbesserten Flottenmix liegen diese pro Jahr bei je 2 Mrd. EUR bei Daimler und BMW sowie bis zu 8 Mrd. EUR für die VW-Group.

Quelle: ACEA, LBBW Research

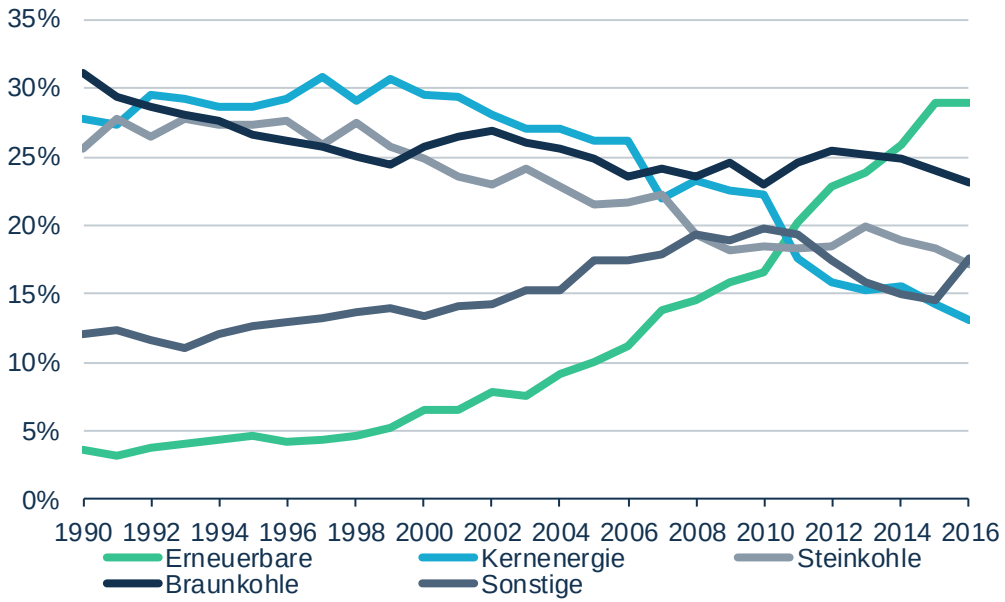
Atomausstieg als Blaupause für die Entwicklung in der Automobil-Industrie?

	Utilities	Automotive
Ereignis	• Atomausstieg 03/2011: Sofortige Abschaltung alter Meiler, Rest zeitlich gestaffelt über 11 Jahre	• 09/2015 VW Dieselskandal, 2018 Leipziger Urteil Fahrverbote Euro 1-4 zügig, Euro 5 ab 2019
Betroffenheit in der Bevölkerung	• 230 Tsd. Beschäftigte • Für Stromnutzer war der Atomausstieg neutral • Große Zustimmung in der Bevölkerung (72% für sofortigen Ausstieg, 60% befürworten dies generell)	• 800 Tsd. Beschäftigte direkt zzgl. 1 Mio. indirekt • Bei 43 Mio. Fahrzeugbestand hohe Betroffenheit • 53% der Deutschen sind gegen ein Fahrverbot
Politische Unterstützung, staatliche Förderung, Regulatorik	• Ohne staatl. Garantie rechnet sich Atomstrom nicht • Politische Entscheidungen zum sofortigen Ausstieg bzw. zur Kernbrennstoffsteuer beeinträchtigten Unternehmen und deren Planungssicherheit.	• Diesel steuerlich begünstigt, Pendlerpauschale • CO2-Flottenvorgaben; Abgasnormen; Typengenehmigungen durch KBA • Fahrverbote; Bevorzugung von E-Autos (Parken, öffentliches Tanken, Busspur-Nutzung)
Wirtschaftliche Entwicklung	• Branchenrating von durchschnittlich A auf BBB+/BBB • Ertragsrückgang von -5 bis -16% • Aktienkursperformance Europa: Utilities seit 01/2011 -6%; Gesamtmarkt +41%.	• Branchenrating aktuell im Durchschnitt noch A/A- • Daimler: lfr. Ausblick der Marge von >10% auf 8-10% reduziert (entspricht ca. -20%) • Aktien: Underperformance seit 09/2015: +6% vs. +10% Gesamtmarkt; YtD 2018: -7,5% vs. +0,7% Gesamtmarkt

→ Deutliche Parallelen – Marktauswirkungen bei Herstellern gravierender als bei Zulieferern.

Die Kehrseiten der E-Mobilität

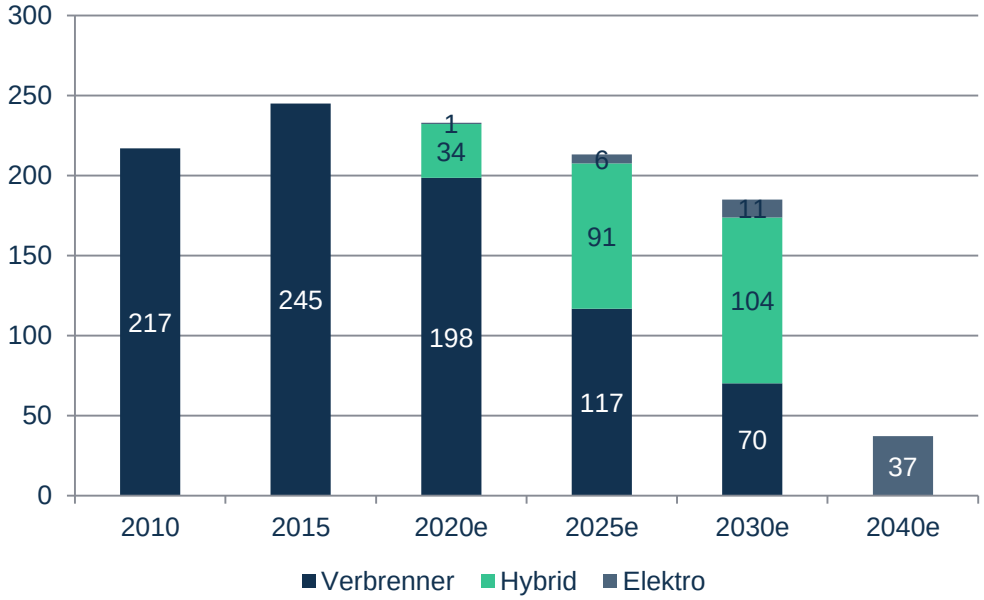
Stromerzeugung in Deutschland nach Energieträgern



- Immer noch 55% der Energie in Deutschland kommen aus **fossilen Energieträgern**
- Energieunternehmen vor **massiven Herausforderungen** (sichtbar in Ertrag, Rating, Kursverlusten).

Mitarbeiterprognose für Deutschland im Bereich Antriebsstrang

in Tausend

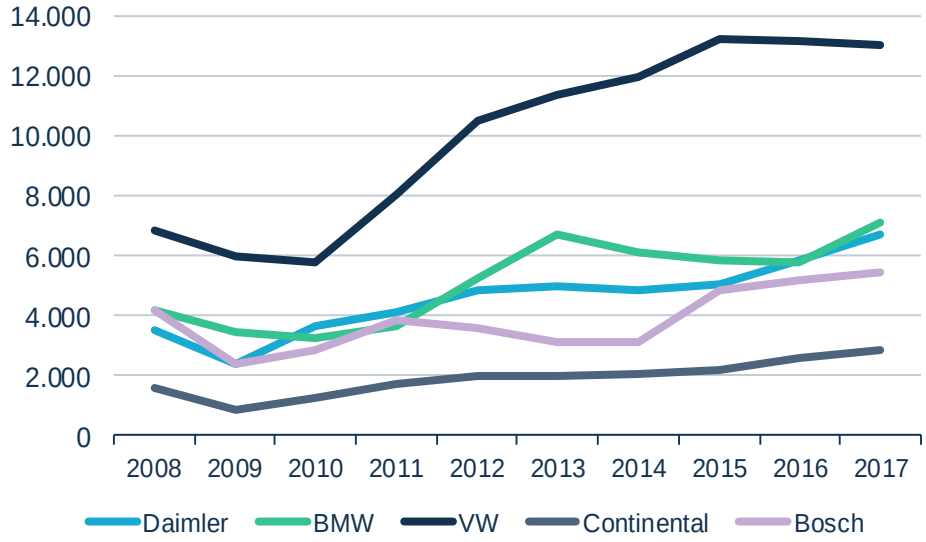


- 100% E-Mobilität bedeuten einen **Arbeitsplatzabbau von 110.000** in der Autoindustrie Baden-Württemberg
- **Kompensation** durch den Neuaufbau in alternativen Antrieben zur **begrenzt möglich**
- Unternehmen müssen **umsteuern** durch aktiven Portfolioumbau (Zukäufe) und Ausweitung der F&E-Aktivitäten.

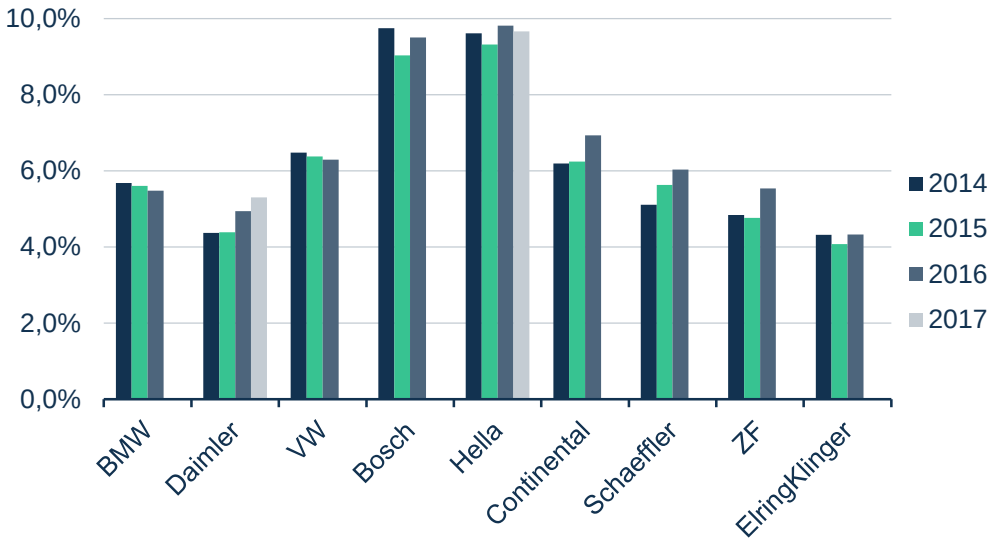
Quellen: AG Energiebilanzen e.V. (Sonstige umfasst Erdgas, Mineralölprodukte und übrige Energieträger); Schaeffler; LBBW Research

Die Antwort der Unternehmen: Mehr Investitionen, mehr Forschung

Sach-Investitionen der Hersteller und Zulieferer steigen seit Jahren an
(Beträge in Mio. EUR)



Übersicht der F&E-Quoten ausgewählter Unternehmen
(in % vom Umsatz)



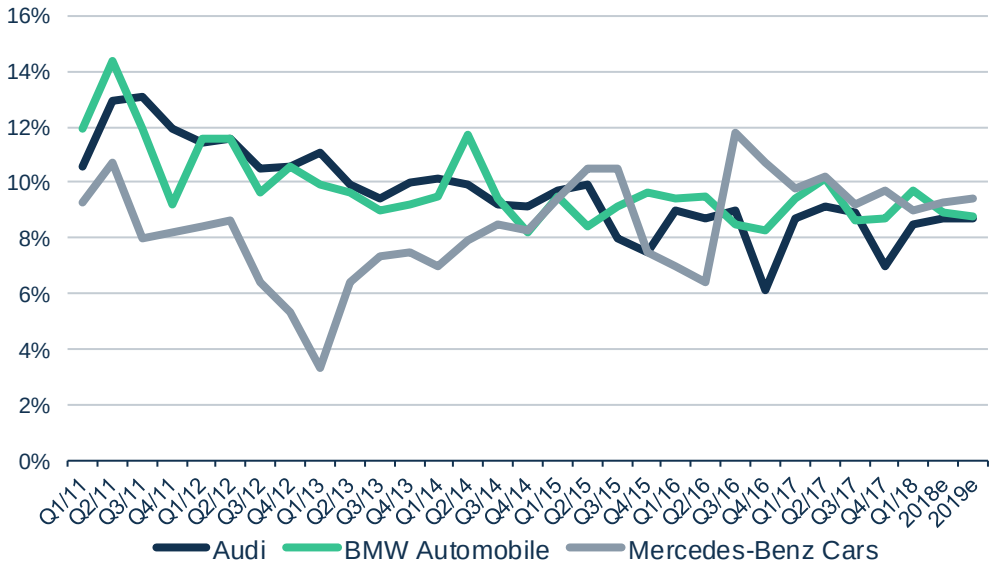
- Investitionen verschieben sich in Richtung alternative Antriebe, neue Produkte und neue Mobilitätsdienstleistungen.
- Erhaltung und Optimierung etablierter Technologien kostet trotzdem weiter Geld - und ob sich Investitionen in neue Technologien rechnen, ist unklar.

- F&E-Leistungen steigen deutlich an. Unternehmen mit nachhaltig hoher F&E-Quote wie Bosch und Hella sind langfristig erfolgreich.
- Aber: Was passiert bei anhaltend fallender Dieselnachfrage mit den Arbeitsplätzen und den Maschinen/Anlagen in diesem Sektor?

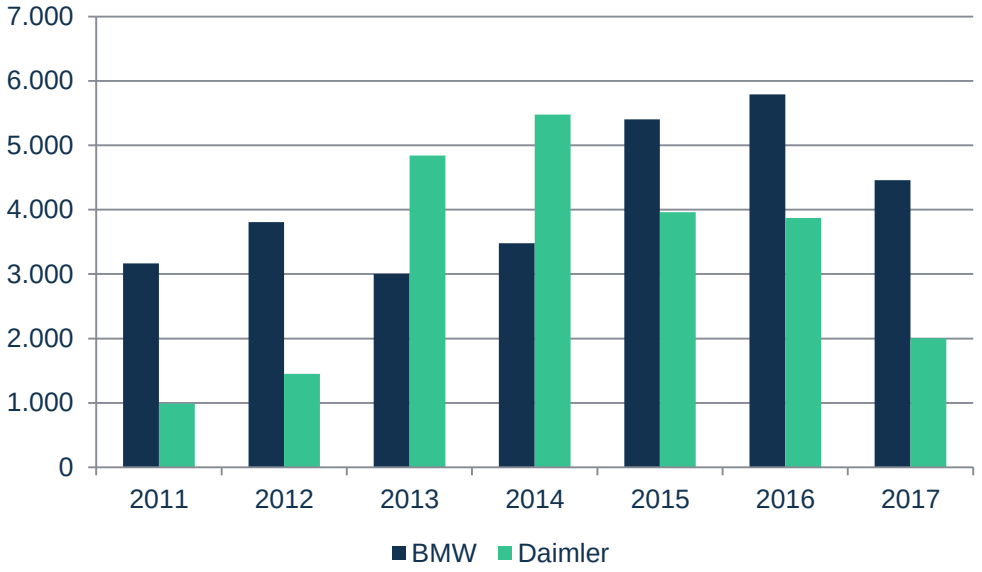
Quelle: Bloomberg, Unternehmen, LBBW Research

Margen auf gutem Niveau, Cash Flow für hohe Investitionen vorhanden

Premium-Hersteller mit stabilen Auto-Margen in %



Freier operativer Cash Flow in Mio. EUR



Quelle: Bloomberg, Unternehmen, LBBW Research

Credit Ratings im Sektor – nur positive Veränderungen in H1/18

Ratingübersicht ausgewählter Emittenten

	Dezember 2017			Juli 2018						Rating Änderungen seit Dezember 2017		
	S&P	Moody's	Fitch	S&P		Moody's		Fitch		S&P	Moody's	Fitch
BMW	A+	A1	--	A+	stab.	A1	stab.	--	--	0	0	--
CNH Industrial	BBB-	Ba1	BBB-	BBB-	stab.	Ba1	pos.	BBB-	stab.	0	0	--
Continental	BBB+	Baa1	BBB+	BBB+	stab.	Baa1	stab.	BBB+	stab.	0	0	0
Daimler	A	A2	A-	A	stab.	A2	stab.	A-	stab.	0	0	0
Faurecia	--	Ba2	BB	BB+	stab.	Ba1	stab.	BB+	stab.	--	+1	+1
FCA	BB	Ba3	BB	BB+	pos.	Ba2	stab.	BB	pos.	0	+1	0
Ford	BBB	Baa2	BBB	BBB	stab.	Baa2	neg.	BBB	stab.	0	0	0
FCE Bank	BBB	Baa2	BBB	BBB	stab.	Baa2	neg.	BBB	stab.	0	0	0
General Motors	BBB	Baa3	BBB	BBB	stab.	Baa3	stab.	BBB	stab.	0	0	0
Hella	--	Baa2	--	--	--	Baa2	pos.	--	--	--	0	--
Michelin	A-	A3	A-	A-	stab.	A3	stab.	A-	stab.	0	0	0
Peugeot	--	Ba1	BB+	--	--	Ba1	stab.	BB+	pos.	--	0	0
Robert Bosch	AA-	--	--	AA-	stab.	--	--	--	--	0	--	--
Renault	BBB	Baa3	BBB	BBB	stab.	Baa3	pos.	BBB	stab.	0	0	0
RCI Banque	BBB	Baa1	--	BBB	stab.	Baa1	pos.	--	--	0	0	--
Scania	BBB+	--	--	BBB+	stab.	--	--	--	--	0	--	--
Schaeffler	BB+	Baa3	BBB-	BB+	pos.	Baa3	stab.	BBB-	stab.	0	0	0
Toyota	AA-	Aa3	A	AA-	stab.	Aa3	stab.	A	stab.	0	0	0
Valeo	BBB	Baa2	--	BBB	stab.	Baa2	stab.	--	--	0	0	--
Volvo	BBB+	Baa1	BBB	BBB+	pos.	Baa1	stab.	BBB+	stab.	0	0	+1
VW	BBB+	A3	BBB+	BBB+	stab.	A3	stab.	BBB+	stab.	0	0	0
ZF Friedrichshafen	BB+	Baa3	--	BBB-	stab.	Baa3	stab.	--	--	+1	0	--

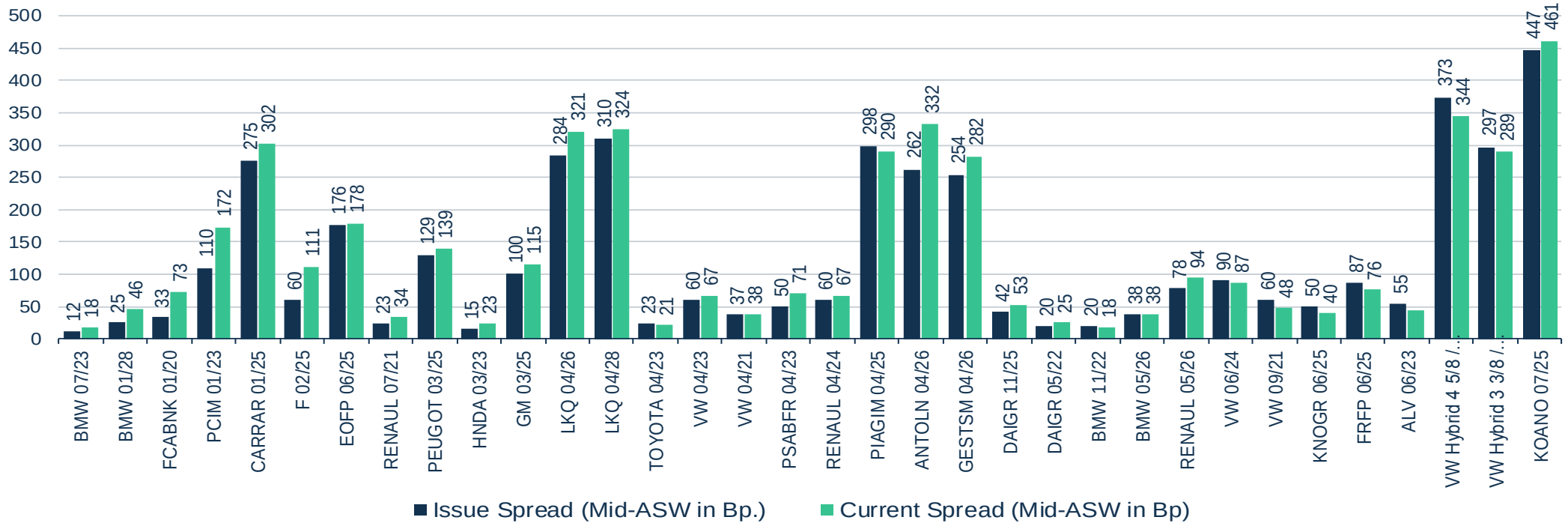
- Weiter nachlassender Ratingdruck bei den Automobilherstellern und Zuliefern wegen positiver Geschäftsentwicklung und hoher Liquidität.
- Gutes und stabiles Rating ist für die Absatzfinanzierung wichtig – sowohl für die hohen Volumina auf der Bilanz als auch für die permanente Inanspruchnahme des Marktes.
- Mit einer weiterhin positiven Credit-/Ratingstory rechnen wir bei Peugeot und in geringerem Maße bei Volvo.

→ Seit Jahresbeginn gab es trotz der Risiken aus Dieselkrise, Schutzzöllen und der Transformation der Branche vier Rating-Hochstufungen um jeweils eine Stufe.

Quelle: S&P, Moody's, Fitch, Bloomberg, LBBW Research

Wie erwartet weniger Neuemissionen im Sektor
Unsere Prognose für das Gesamtjahr: rd. 30 Mrd. EUR

Fix-Kupon Neuemissionen in EUR – Spreads bei Emission und aktuell (ASW Bp.*)

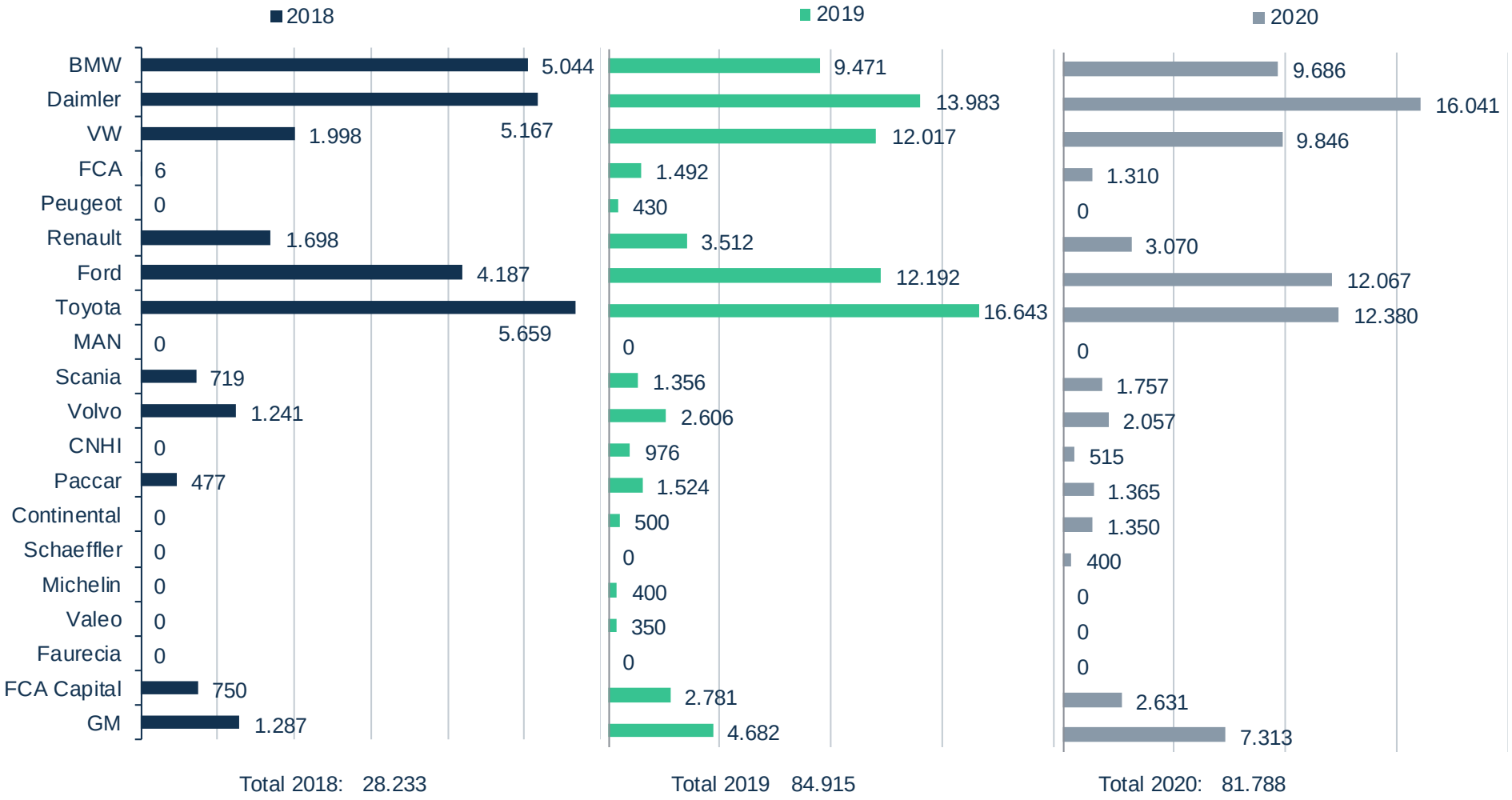


22,5 Mrd. EUR an Fix-Kupon Neuemissionen in EUR seit Jahresanfang (VJ 28 Mrd. EUR). Treiber: Weniger Bondfälligkeiten, gute Cash Flows der Unternehmen. Auffallend: viele High Yield Namen. Bond-Performance schwach analog Gesamtmarkt. Höhepunkt: VW-Hybride mit guter Performance.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research, * per 30.07.2017

Der Kapitalmarkt als Refinanzierungsquelle bleibt wichtig
Hohe Fälligkeiten in 2019 bringen weitere Neuemissionen

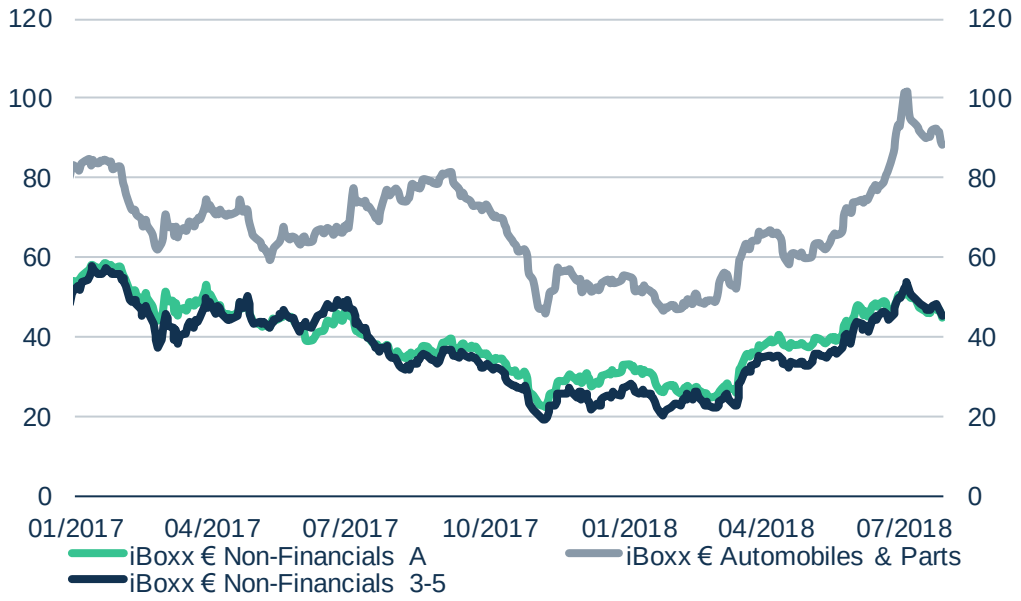
Bondfälligkeiten im Sektor in den kommenden Jahren
(umgerechnet in Mrd. EUR)*



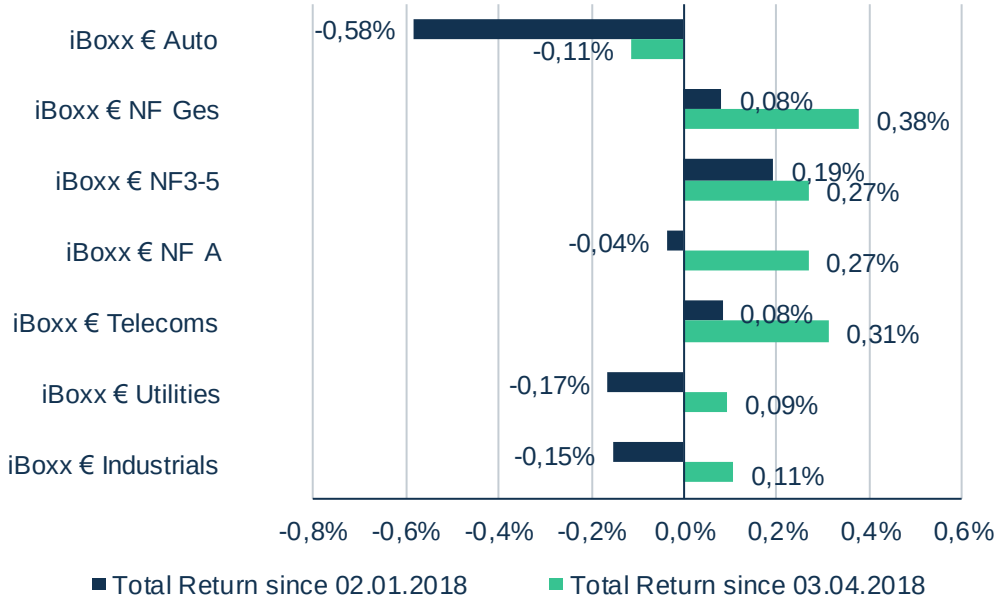
Quelle: Bloomberg, LBBW Research, * per 30.07.2017

Nach schwacher Performance bei den Credit Spreads bietet sich jetzt der Neueinstieg an

Spreads Automotive im relativen Vergleich
(ASW, Bp)



Total Return im Vergleich
(in %)



- Bislang schwache Performance angesichts Strukturwandel und v.a. der anhaltenden Zoll-Diskussion.
- Jüngste Entspannung bei Zöllen und Dieselskandal, aber auch die soliden Ratings und Finanzen sowie der von den Unternehmen aktiv gestaltete Transformationsprozess dürften u.E. zu einer Umkehr der starken Spreadausweitung und Aktienschwäche führen.
- **Empfehlung: Übergewichten** (bisher Einstufung Untergewichten)

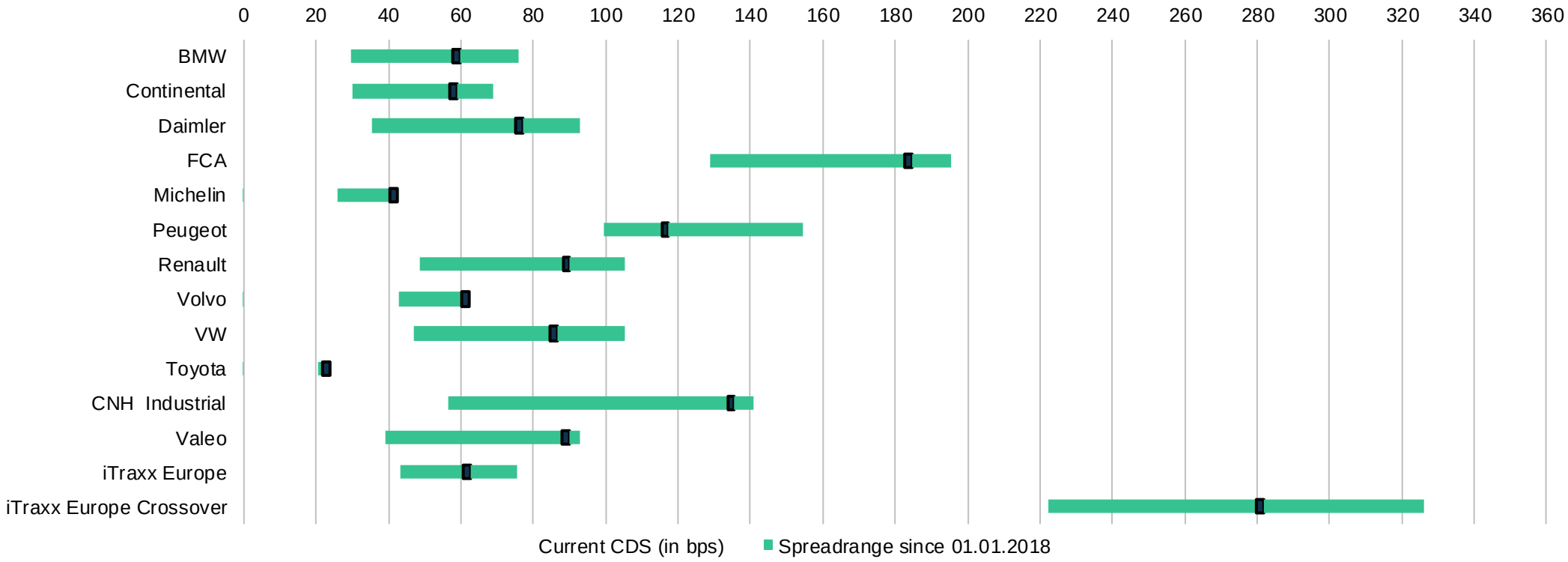
Asset Swap Spreads	per 27.07.2018	1D	1W	MTD	YTD
iBoxx € Auto	88,3	-0,9	-3,6	-13,1	+33,3
iBoxx € Non-Financials	63,5	-1,3	-2,4	-7,5	+16,8
iBoxx € Non-Financials 3-5 yrs	45,0	-1,2	-2,7	-7,1	+16,7
iBoxx € Non-Financials A	44,7	-1,2	-1,9	-5,8	+11,8

Quelle: Markit, LBBW Research, per 30.07.2018.

CDS Spreads zum Teil auf Jahreshochs

Bandbreite der CDS ausgewählter Automotives seit Jahresanfang

in Bp.



CDS als Risikoindikator nicht so beeinträchtigt wie die Bond-Spreads durch die EZB. Der aktuelle CDS Spread von Daimler und VW bestätigt unsere Top-Pick Einstufung.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research, 30.07.2018

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Die LBBW hat Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. Dabei handelt es sich insbesondere um:

- institutsinterne Informationsschranken, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenkonflikte der LBBW begründen können,
- das Verbot des Eigenhandels in Papieren, für die oder für deren Emittenten die betreffenden Mitarbeiter Finanzanalysen erstellen und die laufende Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle.

Diese Studie und die darin enthaltenen Informationen sind von der LBBW ausschließlich zu Informationszwecken ausgegeben und erstellt worden. Sie wird zu Ihrer privaten Information ausgegeben mit der ausdrücklichen Anerkenntnis des Empfängers, dass sie kein Angebot, keine Empfehlung oder Aufforderung zu kaufen, halten oder verkaufen und auch kein Medium, durch das ein entsprechendes Finanzinstrument angeboten oder verkauft wird, darstellt. Sie wurde ungeachtet Ihrer eigenen Investitionsziele, Ihrer finanziellen Situation oder Ihrer besonderen Bedürfnisse erstellt. Jede Vervielfältigung dieses Informationsmaterials in Gänze oder in Teilen ist verboten, und Sie dürfen dieses Material ausschließlich an Ihre Berater oder Angehörige der Berufsstände weitergeben, die Ihnen dabei helfen, die Finanzinstrumente zu bewerten.

Diese Information dient ausschließlich Informationszwecken und sollte keine verlässliche Grundlage zum Zwecke der Entscheidungsfindung bilden, in dieses bestimmte Finanzinstrument zu investieren. Mögliche Investoren sollten Informationen zugrunde legen, die im Emissionsprospekt zu finden sind, sowie auf andere öffentlich zugängliche Informationen zurückgreifen.

Die Informationen in dieser Studie sind von der LBBW aus Quellen geschöpft worden, die für zuverlässig gehalten werden. Die LBBW kann allerdings solche Informationen nicht verifizieren, und aufgrund der Möglichkeit menschlichen und technischen Versagens unserer Quellen, der LBBW oder anderen wird nicht erklärt, dass die Informationen in dieser Studie in allen wesentlichen Punkten richtig oder vollständig sind. Die LBBW schließt jegliche Haftung bezüglich der Genauigkeit, Angemessenheit oder Vollständigkeit solcher Information aus und ist für Irrtümer oder Auslassungen oder das Resultat der Nutzung dieser Informationen nicht verantwortlich. Die hierin enthaltenen Aussagen sind Äußerungen unserer nicht verbindlichen Meinung, jedoch keine Darlegung von Tatsachen oder Empfehlungen, ein Finanzinstrument zu kaufen, zu halten oder zu verkaufen. Änderungen einer Einschätzung können wesentliche Auswirkungen auf die ausgewiesene Wertentwicklung haben. Informationen über die Wertentwicklung in der Vergangenheit weisen nicht auf zukünftige Wertentwicklungen hin. Die LBBW kann in der Vergangenheit andere Studien herausgegeben haben und in Zukunft andere Studien herausbringen, die mit den Informationen in dieser Studie nicht übereinstimmen und andere Schlussfolgerungen ziehen. Diese Studien spiegeln die verschiedenen Annahmen, Ansichten und analytischen Methoden der Analysten wider, die sie erstellt haben, und die LBBW ist in keinster Weise verpflichtet sicherzustellen, dass ein Empfänger dieser Studie Kenntnis von diesen weiteren Studien erhält.

Dieses Material gibt nicht vor, allumfassend zu sein oder alle Informationen zu enthalten, die ein möglicher Anleger zu erhalten wünschen mag.

Nichts in dieser Studie stellt einen anlagerelevanten, rechtlichen, buchhalterischen oder steuerlichen Rat dar oder gibt vor, dass eine Anlage oder Strategie Ihren individuellen Umständen entspricht oder für diese geeignet ist oder anderweitig eine persönliche Empfehlung an Sie ausmacht. Diese Studie richtet sich lediglich an und ist nur gedacht für Personen, die sich hinreichend auskennen, um die damit einhergehenden Risiken zu verstehen. Diese Veröffentlichung ersetzt nicht die persönliche Beratung. Bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, sollten Sie Ihren unabhängigen Anlageberater bezüglich weiterer und aktuellerer Informationen über spezielle Anlagemöglichkeiten und für eine persönliche Anlageberatung bezüglich der Angemessenheit der Anlage in ein Finanzinstrument oder einer Anlagestrategie aus dieser Studie konsultieren.

Die LBBW gibt nicht vor, dass, auch in Zukunft, ein Sekundärmarkt für diese Finanzinstrumente existieren wird. Anleger sollten sowohl die Möglichkeit als auch die Absicht haben, solche Finanzinstrumente auf unbestimmte Zeit zu halten. Ein möglicher Anleger muss feststellen, ob der Erwerb der Finanzinstrumente sich mit seinen finanziellen Bedürfnissen, Zielen und Bedingungen deckt, mit allen darauf anwendbaren Richtlinien und Einschränkungen vollständig übereinstimmt und es sich um eine angemessene und geeignete Anlage handelt, ungeachtet der klaren und hohen Risiken, die mit einer Anlage in die Finanzinstrumente einhergehen. Die hierin enthaltenen Informationen umfassen teilweise sehr hypothetische Analysen. Diese Analyse basiert auf bestimmten Annahmen bezüglich zukünftiger Ereignisse und Bedingungen, die per se unsicher, unvorhersehbar und dem Wandel unterworfen sind. Es wird keine Aussage über die tatsächliche Wertentwicklung der Transaktion getroffen und Anleger sollten sich nicht darauf verlassen, dass die Analyse auf die tatsächliche Wertentwicklung der Transaktion verweist. Tatsächliche Ergebnisse werden, vielleicht wesentlich, von der Analyse abweichen. Anleger sollten die Analysen unter dem Gesichtspunkt der zugrunde liegenden Annahmen, die hierin enthalten sind, betrachten, um ihre eigenen Schlüsse zu ziehen bezüglich der Plausibilität dieser Annahmen und um die Analyse dieser Betrachtungen zu bewerten. Eine Anlage in dieses bestimmte Finanzinstrument beinhaltet gewisse spezifische Risiken. Mögliche Anleger in dieses bestimmte Finanzinstrument sollten die Informationen, die im Emissionsprospekt enthalten sind, sorgfältig prüfen, einschließlich des Abschnittes “Risikofaktoren”.

Das bestimmte Finanzinstrument, auf das hierin Bezug genommen wird, kann ein hohes Risiko beinhalten, darunter Kapital-, Zins-, Index-, Währungs-, Kredit-, politische, Liquiditäts-, Zeitwert-, Produkt- und Marktrisiken und ist nicht für alle Anleger geeignet. Die Finanzinstrumente können plötzliche und große Wertverluste erleiden, die Verluste verursachen, die dem ursprünglichen Anlagevolumen entsprechen, wenn diese Anlage eingelöst wird. Jede ausgeübte Transaktion beruht ausschließlich auf Ihrem Urteil bezüglich der Finanz-, Tauglichkeits- und Risikokriterien. Die LBBW gibt nicht vor, unter solchen Umständen beratend tätig zu werden, noch sind ihre Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter dazu befugt.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

Informationen zu den Empfehlungen werden mindestens einmal jährlich aktualisiert. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen.

Weitere, gemäß DVO (EU) 2016/958 (insbesondere Art. 4, Abs. 1 lit. e und i sowie 6, Abs. 3) erforderliche Angaben und Übersichten finden Sie unter https://www.lbbw-markets.de/publicdisclaimer.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.

BMW	
Datum	Rating
06.11.2012	BASIS

Continental	
Datum	Rating
23.11.2012	BASIS

Daimler	
Datum	Rating
17.01.2013	BASIS

Mahle GmbH	
Datum	Rating
09.05.2014	ADDITIONAL

Michelin	
Datum	Rating
01.07.2015	ADDITIONAL

PSA Peugeot Citroën	
Datum	Rating
19.11.2012	ADDITIONAL

Schaeffler AG	
Datum	Rating
22.03.2012	ADDITIONAL

Volkswagen	
Datum	Rating
27.10.2017	BASIS
28.09.2015	ADDITIONAL
18.01.2013	BASIS

Volvo	
Datum	Rating
01.07.2015	ADDITIONAL

Mitteilung zum Urheberrecht: © 2014, Moody's Analytics, Inc., Lizenzgeber und Konzern-gesellschaften ("Moody's"). Alle Rechte vorbehalten. Ratings und sonstige Informationen von Moody's ("Moody's-Informationen") sind Eigentum von Moody's und/oder dessen Lizenzgebern und urheberrechtlich oder durch sonstige geistige Eigentumsrechte geschützt. Der Vertriebshändler erhält die Moody's-Informationen von Moody's in Lizenz. Es ist niemandem gestattet, Moody's-Informationen ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Moody's ganz oder teilweise, in welcher Form oder Weise oder mit welchen Methoden auch immer, zu kopieren oder anderweitig zu reproduzieren, neu zu verpacken, weiterzuleiten, zu übertragen zu verbreiten, zu vertreiben oder weiterzuverkaufen oder zur späteren Nutzung für einen solchen Zweck zu speichern. Moody's® ist ein eingetragenes Warenzeichen.

ERSTELLT AM: 30.07.2018 16:46 ERSTMALIGE WEITERGABE: 30.07.2018 17:02