

Von Philipp Stumpfegger, Portfolio Manager & Sektoranalyst Automotive und Industrials, DJE Kapital AG

## Zwischen Volumenerholung und potenzieller Rezession: Automobilsektor als selektives Investment

Pullach im Isartal, 18. Juli 2022 – Die globale Automobilproduktion wächst normalerweise auf ähnlichem Niveau wie das globale BIP – allerdings sehen wir seit 2019 eine Abkopplung dieses langfristigen Trends. Die Wachstumsaussichten des globalen Automobilsektors haben sich jedoch nicht strukturell verändert, sie sind vielmehr durch eine Verkettung unterschiedlicher Umstände unter Druck geraten.

### **Weltweite PKW-Produktion**

Nehmen wir den Corona-Ausbruch 2020 als Startpunkt – hier wurde nach dem scharfen Einbruch die schnelle Erholung von der Industrie zunächst massiv unterschätzt und Bestellungen von Zuliefererteilen, unter anderem Halbleitern, deutlich gekürzt. Die Halbleiterindustrie vergab die freien Kapazitäten an andere, vor allem durch den Homeoffice-Trend boomende Industrien, wie beispielsweise die PC- und Elektronikbranche. Somit war der „Perfekte Sturm“ für die Automobillieferketten programmiert, und der Zugriff auf die benötigten Kapazitäten ging verloren. Dieses Thema zieht sich seit 2021 wie ein roter Faden durch die Automobilindustrie und ist der Hauptgrund für die diversen Produktionskürzungen in den letzten 18 Monaten. Bis heute befindet sich die Branche in einem Zustand mit künstlich verknappten Produktionsvolumina, auch wenn sich die Situation nun nach und nach verbessert.

Die Lieferkettenproblematik hat der Automobilindustrie eine noch nie dagewesene Preisdisziplin (keine Rabatte!) ermöglicht, welche sich unter anderem in massiv gestiegenen Gebrauch- und Neuwagenpreisen spiegelt. Vielen Automobilherstellern haben das eingeschränkte Angebot und die boomende Nachfrage zu Rekordmargen verholfen – Mercedes beispielsweise fühlte sich aufgrund der starken Nachfrage und

langen Lieferzeiten im Februar sogar gezwungen, einen Bestellstopp für die E-Klasse auszurufen - ein absolutes Novum.

Die Informationslage zu Halbleiterlieferketten, basierend sowohl auf persönlichen Gesprächen mit Branchenvertretern als auch auf Lagerbestandsdaten, deutet zuletzt auf eine deutliche Entspannung am Markt hin. Die Produktionseinschränkungen hängen derzeit an einer relativ geringen Anzahl von Bauteilen, wie beispielsweise Microcontrollern, während in vielen anderen Bereichen mittlerweile wieder signifikante Lagerbestände vorhanden sind. Die Lieferkettenengpässe sollten sich somit im Laufe des zweiten Halbjahres und 2023 deutlich verbessern.

Bei einer potenziell anstehenden Volumenerholung drängen sich jedoch diverse Fragen auf: Hat die Branche aus vergangenen Fehlern gelernt und ist die aktuelle Preisdisziplin nachhaltig? Inwiefern stützen hier Aufholeffekte aus ausgefallener Produktion der letzten Jahre die Nachfrage? Welche Rolle spielt eine zunehmend wahrscheinlicher werdende Rezession in diesem Szenario?

### **Die Margen werden unter Druck geraten**

Entgegen diverser Beteuerungen der Automobilindustrie gehen wir davon aus, dass in einem Szenario, in dem das Angebot nicht mehr limitiert ist, auch die Preisdisziplin wieder abrupt schwinden wird und die Margen der Automobilhersteller deutlich unter Druck kommen werden. Insbesondere bei den Volumenherstellern wird dies der Fall sein. In der Vergangenheit hatten Luxusmarken oder auch die Oberklasse-Modelle der Premiumhersteller jedoch weniger Probleme, ihre Margennivaus zu halten.

Das derzeit relativ geringe Produktionsniveau, der Nachfragestau der letzten Jahre sowie das ansteigende Durchschnittsalter der PKW-Flotten in den USA und Europa sollten unterstützend wirken. Zudem sollte auch der operative Hebel bei höheren Produktionsmengen und Effizienzgewinnen nach dem Lieferkettenchaos helfen.

Das zunehmend realistisch erscheinende Rezessionsszenario in Europa und potenziell auch in Amerika wirkt perspektivisch deutlich dämpfend auf die Volumenerholung. Automobilnachfrage ist traditionell hoch zyklisch – ein klassisches „diskretionäres

Konsumgut“, welches zudem ein absolut gesehen hohes Preisschild trägt. Daher besteht schnell das Risiko, dass solche Ausgaben aufgeschoben werden.

Auch wenn die Auftragsbücher der Automobilkonzerne aktuell noch sehr gut gefüllt sind, werden erste Signale eines potenziellen Abschwungs sichtbar. Volkswagen beispielsweise sieht erste Anzeichen einer sich abschwächenden Nachfrage in Europa. Auch klassische Indikatoren für Konsumgüter, wie beispielsweise das Verbrauchervertrauen, sehen aktuell denkbar ungünstig für den Sektor aus.

### **Gasversorgung in der deutschen Autoindustrie**

Für Automobilproduzenten in Deutschland, in die sich mittlerweile auch Tesla einreicht, gibt es ein zusätzliches Thema, das für Verwerfungen sorgen könnte – die Gasversorgung der Industrie, welche bei einem anhaltenden russischen Lieferstopp staatlich rationiert werden könnte.

Die direkte Abhängigkeit der deutschen Automobilindustrie von Gas ist auf den ersten Blick mit Sicht auf Verbrauchsdaten und Kosten relativ überschaubar. Volkswagen beispielsweise ist mit eigenen erneuerbaren Energien und einem eigenen Kohlekraftwerk in Wolfsburg energieautark, jedoch liegt der Teufel im Detail. Bei erheblichen Einschränkungen in der Gasversorgung ist anzunehmen, dass manche betroffenen Zulieferer, wie die Chemieindustrie, Probleme bekommen und somit auch die Hersteller wieder mit Lieferkettenproblemen zu kämpfen haben.

### **E-Mobilität schreitet weiter voran**

Abseits von der aktuell brisanten Rezessions- und Gasversorgungsthematik schreiten auch die langfristigen Dekarbonisierungspläne der Europäischen Union weiter voran. Ende Juni wurde im Rahmen des „Fit for 55“-Programms das faktische Verbrenner-Aus für Neufahrzeuge ab 2035 beschlossen und somit der ohnehin schon eingeschlagene Weg in Richtung Elektrifizierung der Flotten weiter gestärkt. Potenzielle Ausnahmen könnten hier noch die Verwendung von E-Fuels bieten, welche explizit offengelassen wurden.

### **Automobilaktien eher selektiv als in der Breite interessant**

Die Automobilaktien beziehungsweise der europäische Automobilsektor sind seit dem Jahreshoch im Januar mittlerweile um ca. 30% gefallen. Mit Hinblick auf eine mögliche Rezession in Europa ist der Kursverfall historisch betrachtet (gemessen an Rezessionen seit 1990) bisher noch moderat ausgefallen. Im Durchschnitt liegt der Kursverfall vom Vorrezessionshoch auf Rezessionstiefs im Automobilsektor bei nahezu 53% – somit sind historisch betrachtet die technischen Tiefststände noch nicht erreicht.

Generell ist in einem rezessiven Szenario in zyklischen Sektoren Vorsicht geboten, vor allem, da sich im Automobilsektor die Analystenschätzungen für nächstes Jahr durchaus als zu optimistisch entpuppen könnten. Somit sind selektive Investitionen in den Sektor ratsamer als in der Breite.

### **Automobilhersteller versus Zulieferer**

Automobilzuliefereraktien weisen relativ zu den Automobilherstelleraktien aufgrund der fehlenden Preissetzungsmacht über die letzten 24 Monate eine deutlich schlechtere Performance auf und bieten somit vermeintliches Aufholpotenzial. Wir glauben allerdings, dass es aufgrund der vermutlich anstehenden Rezession hierfür noch zu früh ist, auch wenn die Entspannung der Lieferketten bei Halbleitern isoliert für eine Volumenerholung spricht.

Bei zinssensitiven Firmen mit Start-up Charakter, also mit hohen Bewertungen und ohne nennenswerte Gewinne, bleibt Skepsis auch nach signifikanten Kursabschlägen im aktuellen Marktumfeld weiter angebracht. Starke Bilanzen, über die die meisten deutschen Automobilkonzerne verfügen, sind in unruhigen Zeiten von großem Vorteil, da diese auch für Aktienrückkäufe genutzt werden können (siehe z.B. BMW).

Werte mit unternehmensspezifischen Sondersituationen können sich oft anders entwickeln als der Gesamtmarkt. Ein Beispiel hierfür ist die Porsche Holding AG – die Holdinggesellschaft der Familien Porsche und Piëch, welche mit einem Abschlag von 31% zu ihrem inneren Wert (Net-Asset-Value) handelt. Dieser Wert setzt sich in erster Linie aus nahezu 32% der Volkswagenaktien und einer Netto-Cash-Position zusammen.

Der anstehende Börsengang der Porsche AG, also des operativen Porsche-Automobilgeschäfts, kann diesen Abschlag zum inneren Wert transparenter machen.

Wichtig in einem inflationären Umfeld ist – wie in allen Branchen – eine starke Preissetzungsmacht. Das findet man weniger bei Volumenherstellern, dafür aber bei Luxusherstellern.

### Über die Dr. Jens Ehrhardt Gruppe

Die DJE Kapital AG gehört zur DJE-Gruppe und ist seit 1974 als unabhängige Vermögensverwaltung am Kapitalmarkt aktiv. Das Unternehmen aus Pullach bei München verwaltet mit rund 180 Mitarbeitern (davon rund 25 Fondsmanager und Analysten) aktuell über 17,2 Milliarden Euro (Stand: 31.03.2022) in den Bereichen individuelle Vermögensverwaltung, institutionelles Asset Management sowie Publikumsfonds. Zudem bietet DJE seit 2017 mit Solidvest eine einzeltitelbasierte Online-Vermögensverwaltung an – als digitale Lösung im Rahmen aktiv gemanagter Depots. Das Online-Konzept basiert auf den breiten Kompetenzen in Vermögensverwaltung und Anlagestrategie von DJE – und ermöglicht ein diversifiziertes Portfolio nach individuellem Rendite-Risiko-Profil mit persönlichen Themenschwerpunkten im Aktienbereich. Vorstandsvorsitzender ist Dr. Jens Ehrhardt, sein Stellvertreter Dr. Jan Ehrhardt. Kern des Anlageprozesses und aller Investmententscheidungen ist die FMM-Methode (fundamental, monetär, markttechnisch), welche auf dem hauseigenen, unabhängigen Research basiert. DJE folgt bei der Wertpapierauswahl Nachhaltigkeitskriterien und gehört zu den Unterzeichnern der „Prinzipien für verantwortungsvolles Investieren“ der Vereinten Nationen. DJE hat den Anspruch, ihren Kunden weitsichtige Kapitalmarktexpertise in allen Marktphasen zu bieten.

### Unternehmenskontakt

Dr. Maike Kolbeck  
+49 (0)89 790453-661  
+49 (0)175 11 988 94  
[Maike.kolbeck@dje.de](mailto:Maike.kolbeck@dje.de)

### Pressekontakt

Instinctif Partners  
Dirk-Arne Walckhoff // Lars Hofer  
+49 (0)69 133 896-21 // +49 (0)162 562 8917  
[Dirk-Arne.Walckhoff@instinctif.com](mailto:Dirk-Arne.Walckhoff@instinctif.com) // [lars.hofer@instinctif.com](mailto:lars.hofer@instinctif.com)

**Rechtliche Hinweise:**

Marketing-Anzeige – Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich Ihrer Information und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen geben die aktuelle Einschätzung der DJE Kapital AG wieder. Diese können sich jederzeit, ohne vorherige Ankündigung, ändern. Alle getroffenen Angaben sind mit Sorgfalt entsprechend dem Kenntnisstand zum Zeitpunkt der Erstellung gemacht worden. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch keine Gewähr und keine Haftung übernommen werden.