



Net Debt / EBITDA = Nettofinanzverschuldung im Verhältnis zum EBITDA der letzten vier Quartale
 TV/TEV = Barwert des Terminal Value („TV“ oder auch Fortschreibungswert) im Verhältnis zum berechneten Unternehmenswert (Enterprise Value)

Unternehmensprofil

TUI AG ist ein weltweit führender Touristikkonzern mit Sitz in Deutschland. Das Unternehmen ist in verschiedenen Bereichen der Tourismusbranche aktiv, darunter Hotels & Resorts, Kreuzfahrten, Fluggesellschaften, Reiseveranstalter und Vertrieb. TUI betreibt über 400 Hotels und Resorts, 17 Kreuzfahrtschiffe, fünf Fluggesellschaften mit mehr als 130 Flugzeugen und rund 1.200 Reisebüros. Das Unternehmen bedient jährlich über 20 Millionen Kunden und deckt die gesamte touristische Wertschöpfungskette ab.

Wachstumsfelder

TUI erwartet Wachstum in den Bereichen Urlaubserlebnisse, insbesondere bei Hotels & Resorts, Kreuzfahrten und TUI Musement. Das Unternehmen setzt zudem auf die Expansion im Erlebnisgeschäft und den Ausbau digitaler Plattformen.

Marktvolumen und -entwicklung

Die europäische Reise- und Tourismusbranche wird laut Prognosen im Jahr 2024 ein Volumen von 272,4 Mrd. Euro erreichen, was einer Steigerung von knapp 12 Prozent gegenüber 2019 entspricht. TUI hält einen Marktanteil von rund 8,5 Prozent in Europa. Bis 2028 erwartet TUI ein durchschnittliches Marktwachstum von 5 Prozent pro Jahr.

Besondere Sachverhalte

Für die Bewertung von TUI sind die hohen Investitionen in Elektrifizierung und Software sowie die Transformation zu einem globalen touristischen Plattformunternehmen von Bedeutung. Zudem spielt die Fähigkeit des Unternehmens, Synergien zwischen den verschiedenen Geschäftsbereichen zu nutzen, eine wichtige Rolle. Die Nettoverschuldung ist hoch und nach wie vor Ausdruck der Coronakrise, im Verhältnis zum EBITDA aber wieder erträglich.

Aktuelle Herausforderungen

TUI steht vor der Herausforderung, sich an ein herausforderndes konjunkturelles Umfeld in Europa anzupassen. Gleichzeitig muss das Unternehmen die Transformation seines Geschäftsmodells vorantreiben und auf Trends wie Digitalisierung und Nachhaltigkeit reagieren.

Aktuelle Strategie

TUI fokussiert sich auf operativer Exzellenz, Umsetzung der Strategie und Transformation. Das Unternehmen plant, das Geschäft im Bereich Urlaubserlebnisse weiter auszubauen und den Geschäftsbereich Märkte + Airline zu transformieren. Zudem setzt TUI verstärkt auf den Ausbau digitaler Plattformen und die Entwicklung zu einem globalen touristischen Plattformunternehmen.

SWOT-Analyse

Stärken:

TUI verfügt über ein breites, integriertes Geschäftsmodell, das die gesamte touristische Wertschöpfungskette abdeckt. Das Unternehmen hat eine starke Marktposition in Europa und ein diversifiziertes Portfolio an Marken und Dienstleistungen.

Schwächen:

Die starke Abhängigkeit vom europäischen Markt macht TUI anfällig für regionale wirtschaftliche Schwankungen. Die Transformation des Geschäftsmodells und die Digitalisierung erfordern hohe Investitionen und könnten kurzfristig die Profitabilität beeinträchtigen.

Chancen:

Die wachsende Nachfrage nach Urlaubserlebnissen und der Trend zur Priorisierung von Reisen bieten TUI Wachstumsmöglichkeiten. Die Expansion in neue Märkte und die Entwicklung digitaler Plattformen können zusätzliche Umsatzquellen erschließen.

Risiken:

Geopolitische Unsicherheiten, wirtschaftliche Schwankungen und mögliche Rezessionen in Kernmärkten können die Nachfrage nach Reisedienstleistungen beeinträchtigen. Zudem stellen strengere Umweltauflagen und der Druck zur Reduzierung von Emissionen Herausforderungen für das Geschäftsmodell dar.

Bewertungsmultiplikatoren im Vergleich zur Peer-Group

Multiplikatoren		Peer-Group		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
TEV/EBITDA	TUI AG	Median	Delta %	InterContir	Carnival C	Whitbread	AccorSA	Royal Cari	Marriott Int	Scandic F	Hilton Wor	Booking H	Hyatt Hote
Letzter JA	4,1	15,3	-73%	17,7	8,4	8,7	10,6	12,8	18,4	9,2	25,7	17,8	17,7
LTM	4,0	15,3	-74%	17,7	8,4	9,1	10,6	12,8	18,4	9,2	25,7	17,8	17,7
Forward	3,6	12,6	-72%	15,4	8,2	8,5	11,3	11,9	15,5	8,8	18,1	16,5	13,4
TEV/EBIT		Median	Delta %	InterContir	Carnival C	Whitbread	AccorSA	Royal Cari	Marriott Int	Scandic F	Hilton Wor	Booking H	Hyatt Hote
Letzter JA	6,6	19,2	-66%	18,6	15,5	13,3	14,3	18,2	21,5	21,7	28,5	19,8	33,8
LTM	6,4	19,2	-67%	18,6	15,5	14,7	14,3	18,2	21,5	21,7	28,5	19,8	33,8
Forward	5,8	17,1	-66%	16,2	14,0	13,8	15,7	16,4	18,4	27,2	21,2	17,8	27,6
KGV (normalisiert)		Median	Delta %	InterContir	Carnival C	Whitbread	AccorSA	Royal Cari	Marriott Int	Scandic F	Hilton Wor	Booking H	Hyatt Hote
Letzter JA	10,4	31,5	-67%	30,9	23,9	14,4	23,3	30,0	34,7	32,2	53,0	34,4	49,2
LTM	9,6	31,5	-70%	30,9	23,9	16,3	23,3	30,0	34,7	32,2	53,0	34,4	49,2
Kurs / Buchwert EK		Median	Delta %	InterContir	Carnival C	Whitbread	AccorSA	Royal Cari	Marriott Int	Scandic F	Hilton Wor	Booking H	Hyatt Hote
Letzter JA	3,6	3,2	13%	NM	3,0	1,3	2,8	7,8	NM	5,3	NM	NM	3,4
LTM	2,8	3,2	-13%	NM	3,0	1,3	2,8	7,8	NM	5,3	NM	NM	3,4

Kennziffern Historie		Peer-Group		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Umsatzwachstum p.a.		Median	Delta %	InterContir	Carnival C	Whitbread	AccorSA	Royal Cari	Marriott Int	Scandic F	Hilton Wor	Booking H	Hyatt Hote
LTM/LTM-1	14,9%	7,1%	110%	6,5%	15,9%	3,8%	10,9%	18,6%	5,0%	0,1%	7,7%	11,1%	-8,7%
über 2 Jahre	15,1%	12,6%	20%	12,5%	43,4%	11,1%	15,2%	36,6%	11,2%	6,9%	12,7%	17,9%	0,4%
über 3 Jahre	53,0%	30,6%	73%	28,5%	135,8%	43,1%	36,5%	120,8%	24,7%	29,6%	24,8%	29,4%	31,6%
EBIT-Marge		Median	Delta %	InterContir	Carnival C	Whitbread	AccorSA	Royal Cari	Marriott Int	Scandic F	Hilton Wor	Booking H	Hyatt Hote
Letzter JA	3,8%	21,8%	-83%	21,1%	14,1%	22,5%	13,9%	25,0%	58,6%	13,0%	49,6%	32,0%	12,6%
LTM	3,8%	20,7%	-82%	21,1%	14,1%	20,3%	13,9%	25,0%	58,6%	13,0%	49,6%	32,0%	12,6%

- TEV = „Total Enterprise Value“ (Unternehmenswert „cash & debt free“ gemäß aktueller Bewertung an der Börse)
- letzter JA = der zuletzt veröffentlichte Jahresabschluss
- LTM = „Last Twelve Months“ (Summe der letzten 4 veröffentlichten Quartale, ermöglicht eine aktuelle Jahresbetrachtung)
- Forward = Schätzwert für die laufende Periode
- EK = Eigenkapital (Buchwert)

Historische Ertragskraft und DCF-Modell

Historie	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Umsatz	17.516	17.154	18.535	18.469	18.928	7.944	4.732	16.545	20.666	23.167	24.773	25.746	26.658
Entw.	-5,5%	-2,1%	8,1%	-0,4%	2,5%	-58,0%	-40,4%	249,7%	24,9%	12,1%	6,9%	3,9%	3,5%
EBIT	637	662	728	692	450	-2.727	-1.908	202	602	873	1.413	1.524	1.620
/Umsatz	3,6%	3,9%	3,9%	3,7%	2,4%	-34,3%	-40,3%	1,2%	2,9%	3,8%	5,7%	5,9%	6,1%
Steuer	-58	-153	-169	-191	-160	64	-19	-67	-96	-154	Wachstum Historie Prognose		
S-Quote	9,1%	23,2%	23,2%	27,6%	35,4%	2,4%	-1,0%	33,1%	15,9%	17,6%	Umsatz	2,3%	2,7%
EBIT-T	579	509	559	501	291	-2.663	-1.927	135	506	719	EBIT-T	4,3%	
R-Rate	-50,9%	250,0%	-124,7%	157,2%	#####	-57,4%	136,8%	153,2%	4,4%	-39,4%	Ø 10J	Historie	Prognose
ROCE	8,5%	6,9%	7,3%	6,5%	5,1%	-63,5%	-52,9%	5,6%	19,9%	29,8%	R-Rate	596,2%	26,8%
ROCE	8,5%	6,9%	7,3%	6,5%	5,1%	-63,5%	-52,9%	5,6%	19,9%	29,8%	ROCE	1,8%	20,7%
Prognose	LTM	LTM+1	LTM+2	LTM+3	LTM+4	LTM+5	LTM+6	LTM+7	LTM+8	LTM+9	LTM+10	ewig	Median
Umsatz	23.737	24.828	25.542	26.037	26.672	27.323	27.990	28.673	29.373	30.090	30.948	31.830	27.657
Entw.	14,9%	4,6%	2,9%	1,9%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,9%	2,9%	2,4%
EBIT	908	1.124	1.269	1.331	1.362	1.392	1.424	1.456	1.489	1.522	1.563	1.608	1.408
/Umsatz	3,8%	4,5%	5,0%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Sonst		4	4	4	4	4	4	4	5	5	5	5	4
Steuer	-167	-189	-286	-300	-321	-343	-366	-390	-415	-441	-469	-483	-355
S-Quote	18,4%	16,8%	22,5%	22,5%	23,5%	24,6%	25,7%	26,7%	27,8%	28,9%	29,9%	29,9%	25,1%
EBIT-T		939	987	1.035	1.044	1.053	1.062	1.070	1.078	1.086	1.098	1.130	1.057
Entw.			5,2%	4,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	1,1%	2,9%	0,8%
Nettoinvestitionen		-286	-198	-254	-261	-267	-274	-280	-287	-344	-353	-208	-277
Umsatzzuwachs/Reinvest		3,8	3,6	1,9	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,1	2,4	4,2	2,4
FCFF		653	789	781	784	786	788	790	791	743	745	922	785
R-Rate (Nettoinvest/EBIT-T)		30,6%	20,2%	24,7%	25,1%	25,5%	25,9%	26,3%	26,7%	31,8%	32,3%	18,4%	26,1%
ROCE		24,1%	24,2%	23,9%	22,7%	21,6%	20,6%	19,7%	18,9%	17,9%	17,1%	17,0%	21,1%
WACC		8,1%	8,1%	8,0%	8,0%	7,9%	7,9%	7,9%	7,8%	7,8%	7,7%	7,7%	7,9%
PV TV	8.789	9.501	10.266	11.090	11.975	12.926	13.948	15.045	16.222	17.484	18.838	= Terminal Value	
PV FCFF	5.141	604	676	620	576	536	499	465	433	378	353	R-Rate	18,4%
TEV	13.929	10.104	10.942	11.710	12.552	13.463	14.447	15.509	16.655	17.862	19.192	"g"=i(rf)	2,9%
TEV/EBIT	9,7	8,5	8,1	8,3	8,8	9,3	9,8	10,3	10,9	11,5	12,1	TV = FCFF/(wacc-g)	
Unternehmenswert schuldenfrei		13.929	Kapitalkosten EUR		Business Description (English)								
Liquide Mittel		1.659	i (rf)	2,9%	TUI AG, together with its subsidiaries, provides tourism services worldwide. The company operates hotels and resorts under the Mora, Royalton, Riu, Robinson, TUI Blue, TUI Magic Life, Atlantica, Grupotel, Iberotel, Akra, TUI Suneo, and AQL brands; and cruise under the Mein Schiff, Hapag-Lloyd Cruises, and Marella brands. It also provides online market for tours and activities, including experiences and tours; and operates aircrafts. It distributes its services through markets and airline, direct to customer, and via third parties, such as online travel agents and tour operators. The company was formerly known as Preussag AG and changed its name to TUI AG in June 2002. TUI AG was founded in 1968 and is headquartered in Hanover, Germany.								
Handelbare langfristige Wertpapier			ERP	6,0%									
(Marktwert) Fremdkapital		-7.608	ERP adj.	6,4%									
Finanzforderungen / Anzahlungen			Beta	1,8									
Anteile Minderheitsgesellschafter		-894	i EK	14,3%									
Langfr. Passive Abgrenzungen / Sonst		-2.223	i FK	7,0%									
Ungedeckte Pensionsrückstellungen		-589	Steuer	29,9%									
Verlorene Rechtsstreitigkeiten			i FK - T	4,9%									
Wert Eigenkapitaloptionen			Wert EK	3.437									
Wert Beteiligungen & Finanzinvesti		1.599	Wert FK	7.608									
Wert des Eigenkapitals 100%		5.873	WACC	7,8%									
Umsatzverteilung Industrien (ENG)		Umsatzverteilung Regionen (EN)		Erläuterungen									
Hotels, Resorts & Cruise	9%	Germany	28%	Umsatz und EBIT der Historie sind den veröffentlichten Berichten der Unternehmen entnommen. Die Position "Sonst" beinhaltet Positionen, die im operativen EBIT nicht enthalten sind. Nettoinvestitionen umfassen Investitionen in das Anlage- und Umlaufvermögen, saldiert um Abschreibungen und Amortisation. Unternehmensakquisitionen sind darin enthalten. FCFF ist der freie Cashflow vor Zins- und Tilgungszahlungen des Unternehmens (FCFF) und steht den Kapitalgebern (Aktionäre und Fremdkapitalgeber) zur Verfügung. Die erwartete ECFE-Reihe wird mit Hilfe gewichteter Kapitalkosten (WACC) auf den									
Hotels, Resorts & Cruise	4%	United Kingdom	36%										
Hotels, Resorts & Cruise	6%	Spain	1%										
Hotels, Resorts and Crui	38%	Other Europe	32%										
Hotels, Resorts & Cruise	36%	North and South Am	2%										
Hotels, Resorts & Cruise	15%	Rest of The World	1%										
Real Estate Operating Cc	0%												
Sonstige	-8%	Sonstige											

Invest. Kapital = Investiertes Kapital = Eigenkapital plus Zinstragende Verbindlichkeiten abzüglich liquider Mittel und abzüglich Goodwills
 Nettoinvestitionen = Saldo aus Investitionen und Abschreibungen/Amortisationen (direkt)
 = Veränderung des investierten Kapitals von einer Periode zur nächsten Periode (indirekt)

Erläuterungen zur Unternehmensbewertung (DCF-Modell)

Die Bewertung der börsennotierten TUI AG erfolgt in EUR.

1. Historische Geschäftsentwicklung

In den letzten drei Fiskaljahren veränderte sich der Umsatz um 249,7%, 24,9% und zuletzt 12,1%. Im Verlauf der letzten 10 Jahre betrug das Umsatzwachstum durchschnittlich 2,3% pro Jahr (CAGR). Die mittlere EBIT-Marge betrug in diesem Zeitraum 4,0%, über die letzten 5 Jahre hingegen 1,8% (Median). Vor dem Hintergrund der Coronakrise sind der Steueraufwand im Verhältnis zur EBIT-Reihe (Steuerquote) und weitere Kennzahlen im Verhältnis zur EBIT-Reihe ohne Aussagekraft.

2. Aktuelle Ergebnisse

Auf Basis der letzten 4 Quartalsberichte erzielte das Unternehmen EUR 23.737 Mio. Jahresumsatz und erwirtschaftete EUR 908 Mio. operatives Ergebnis (EBIT). Dies entspricht einer EBIT-Marge von 3,8%. Das Verhältnis von Steueraufwand zu EBIT betrug 18,4% (effektive Steuerquote).

3. Analystenmeinungen

Bezogen auf das Fiskaljahr per 30.09.24 erwarten professionelle Analysten für die nächsten 3 Fiskaljahre ein Umsatzwachstum von 6,9%; 3,9% und 3,5% (Median Consensus). Die EBIT-Marge für die nächsten drei Fiskaljahre wird in der Mitte aller Analysten auf 5,7%; 5,9% und 6,1% prognostiziert. Demnach würde das operative Ergebnis vor Zinsen und Steuern im Fiskaljahr 2027e EUR 1.620 Mio. betragen (EBIT). Professionelle Analysten sehen Zielkurse für die Aktie zwischen EUR 7,70 und EUR 16,00, der Median beträgt EUR 10,00.

4. Planungsprämissen

Ausgangspunkt unserer Prognose für das DCF-Modell ist der zitierte Jahresumsatz in Höhe von EUR 23.737 Mio. (LTM). Das Umsatzwachstum für die ersten drei Planungsperioden (LTM+1 bis LTM+3) beziffert YCV mit 4,6%; 2,9% und 1,9%. YCV hat die Wachstumsraten der Analysten nicht übernommen, sondern im Hinblick auf die eingeschätzte Unternehmensentwicklung angepasst. Für die weiteren Planungsperioden (LTM+3 bis LTM+10) bis zur ewigen Rente unterstellen wir jährliche Umsatzveränderungen zwischen minimal 2,4% und maximal 2,9%. Für die ewige Rente orientiert sich unsere Wachstumsrate am risikolosen Zins im EUR in Höhe von derzeit 2,9%, der aus unserer Sicht beste Indikator für das langfristige Wirtschaftswachstum. Unsere Überlegungen zur Entwicklung des Geschäftsvolumens führen zu einem geschätzten Umsatz in Höhe von EUR 30.948 Mio. in 10 Jahren.

Für die ersten drei Planungsperioden (LTM+1 bis LTM+3) halten wir EBIT-Margen in Höhe von 4,5%; 5,0% und 5,1% für angemessen. Für die ewige Rente vertreten wir eine EBIT-Marge in Höhe von 5,1%, EBIT würde demnach im eingeschwungenen Zustand EUR 1.608 Mio. betragen. Vor dem Hintergrund wiederholter Positionen unterhalb der EBIT-Reihe in der Historie, korrigieren wir EBIT um EUR 42 Mio. Sondereffekte, verteilt über die 10 Planungsperioden.

Wir berücksichtigen die zukünftigen Steuerzahlungen mit Hilfe von Prozentsätzen auf die sich resultierende EBIT-Reihe, also dem Ergebnis vor Finanzierungszinsen. Es ist Teil der Bewertungsmechanik, steuerlich abzugsfähige Zinsen in der Bemessungsgrundlage (EBIT) unberücksichtigt zu lassen, da dies im Diskontierungsfaktor abgebildet wird. Unter Berücksichtigung der Historie und etwaigen Verlustvorträgen halten wir für die drei Planungsperioden (LTM+1 bis LTM+3) effektive Steuerquoten von 16,8%; 22,5% und 22,5% für angemessen. Entlang unseres konservativen Ansatzes unterstellen wir ab LTM+4 eine lineare Entwicklung der Steuerquote bis zum Grenzsteuersatz am Unternehmenssitz Deutschland von 29,9%.

Eine dezidierte Investitionsplanung (Capex) steht Außenstehenden nicht zur Verfügung, eine Prognose von Abschreibungen und Amortisation wäre nicht sinnvoll möglich. Vielmehr berechnet das DCF-Modell von YCV zukünftig notwendige Nettoinvestitionen im Einklang mit der erwarteten Unternehmensentwicklung. Nettoinvestitionen umfassen Investitionen in das Anlage- und Umlaufvermögen inkl. Unternehmenskäufe, saldiert um Abschreibungen und Amortisation. Vorgenanntes ist der Grund, warum YCV die Prognose einer EBITDA-Reihe als Zwischenschritt grundsätzlich unterlässt, es wäre eine Scheingenauigkeit.

Die zukünftigen Nettoinvestitionen kalkulieren wir im vorliegenden Fall mit Hilfe von Wachstum und der Kennziffer ROCE:

Erträge basieren auf Investitionsentscheidungen. EBIT-T und investiertes Kapital stehen in einem Verhältnis. Das Verhältnis wird in einer Formel als Rendite ausgedrückt: $\text{Rendite} = \text{EBIT-T} / \text{gebundenes Kapital} = \text{ROCE}$ ("Return on Capital Employed"). Liegt eine Meinung über ROCE vor, ist ausrechenbar, wieviel für gegebenes EBIT-T investiert werden muss. Je höher ROCE ausfällt, desto weniger ist zu investieren. Beträgt ROCE z.B. 20%, sind für EUR 1,- EBIT-T, 20 Cent investiert.

Im vorliegenden Fall wurden die zukünftig notwendigen Nettoinvestitionen wie folgt berechnet:

EBIT-T LTM beträgt im vorliegenden Fall EUR 741 Mio. (EBIT abzüglich Steuer der letzten vier Quartale). Wir unterstellen damit ein im Zeitablauf wachsendes Geschäftsvolumen und berücksichtigen notwendige Nettoinvestitionen EBIT-T LTM+10 beträgt im vorliegenden Fall EUR 1.094 Mio. (EBIT abzüglich Steuer der letzten vier Quartale). Die Veränderung von EBIT-T über den Prognosezeitraum von 10 Jahren beträgt damit EUR 353 Mio.. Relativ ausgedrückt beträgt die geschätzte Veränderung über 10 Jahre insgesamt 47,6% (EBIT-T LTM+10 / EBIT-T LTM -1). Unter Berücksichtigung historischer Renditen, statistischer Relevanz und Industriebenchmarks unterstellen wir 5,3% nachhaltige ROCE. Unser konservativer Ansatz reduziert ROCE um einen durchschnittlichen Afa-Satz in Höhe von 10,0%. Die Formel zur Berechnung der Nettoinvestitionen über den Planungshorizont von 10 Jahren lautet: Nettoinvestitionen = Wachstum EBIT-T / ROCE *(1-Afa). Das Ergebnis zur Prognose begründbarer Nettoinvestitionen beträgt damit EUR 5.971 Mio.. Die begründeten notwendigen Nettoinvestitionen verteilen wir über die 10 Planungsperioden unter Berücksichtigung der jährlich unterstellten Umsatzentwicklung.

5. Fortschreibungswert (Terminal Value)

Das DCF-Modell kalkuliert die freien Cashflows vor Finanzierung (FCFF) für jede der 10 Planungsperioden und berücksichtigt sodann einen Fortschreibungswert. Gemäß Bewertungslehre unterstellt YCV den ewigen Fortbestand des Unternehmens. Wir verweisen auf die einschlägige Literatur (geringer Barwert weit in der Zukunft liegender Cashflows). Den sog. Terminal Value berechnen wir mit der methodisch anerkannten Formel: Terminal Value = ewiger Cashflow / (WACC - Wachstumsfaktor g). Im vorliegenden Fall wird berechnet: Terminal Value = EUR 922 Mio. / (7,7% - 2,9%) = EUR 18.838 Mio. (Unternehmenswert vor Finanzierung in 10 Jahren). Die Wachstumsrate "g" orientiert sich am risikolosen Zins. Der im Bewertungsergebnis enthaltene Barwert des Terminal Value beträgt durch die Abdiskontierung (nur) EUR 8.789 Mio.

6. Diskontierungsfaktoren

Einführung:

Ein Zahlungseingang heute kann mit einer festen jährlichen Verzinsung angelegt werden, eine solche (gegenüber dem Erwerb einer Aktie alternative) Investition wird im Zeitablauf immer mehr wert. Umgekehrt ist ein in der Zukunft liegender Zahlungsstrom heute weniger wert, daher werden in einem DCF-Modell die erwarteten Cashflows auf den Bewertungsstichtag abdiskontiert (Barwert). Der verwendete Diskontierungsfaktor begründet die Renditeerwartung der Kapitalgeber, in Abhängigkeit des aktuellen Zinsniveaus und dem einzupreisenden Risiko im konkreten Fall. Der Diskontierungsfaktor wird zunächst durch den Währungsraum determiniert, dieser muss mit der Währung der Cashflows übereinstimmen. Zudem gilt: Je höher das Risiko, desto höher der Zinssatz. Im vorliegenden Fall verwenden wir einen Diskontierungsfaktor in Höhe von 8,1% (LTM), dessen mathematische Herleitung wir nachstehend erläutern und begründen. Unter Berücksichtigung erwarteter Verschuldungsquoten passen wir den Diskontierungszins im Zeitablauf bis 7,7% für die ewige Rente an. YCV verwendet das in Theorie und Praxis meist verbreitete DCF-Modell nach dem Entity-Ansatz, demnach werden die Cashflows vor Kapitaldienst mit gewichteten Kapitalkosten diskontiert.

Mathematische Herleitung und Begründung der verwendeten Diskontierungsfaktoren:

Als risikolosen Zins verwendet YCV die tagesaktuell gehandelte Rendite einer sicheren 10-jährigen Staatsanleihe, zum Bewertungsstichtag in Höhe von 2,9% (EUR). Für das Eingehen von Aktienrisiko berücksichtigen wir eine Risikoprämie in Höhe von 6,0%. Ein bedeutendes Merkmal der YCV-Methodik besteht sodann darin, das regionale Risiko einzupreisen und im vorliegenden Fall verändern wir die Risikoprämie auf 6,4%. Die regionale Anpassung der Risikoprämie erfolgt unter Berücksichtigung des Heimatsitzes und der regionalen Absatzmärkte, die TUI AG regelmäßig veröffentlicht. Als Risikomaß nutzen wir die jeweils aktuell am Kapitalmarkt gehandelten Preise für Ausfallrisiken der Länder (Credit Default Swaps) und gewichten anhand der regionalen Umsatzverteilung. Die Eigenkapitalkosten berechnen wir wie folgt: Eigenkapitalkosten = risikoloser Zins + Beta * Risikoprämie = 2,9% + 1,96 * 6,4% = 15,4%. Bei der Formel handelt es sich um die anerkannte Herleitung entlang des sog. CAPM, wobei das "Beta" als relativer Maßstab die Risikoprämie individuell adjustiert (relatives Risiko).

Der Betafaktor steht für das systematische Risiko des Unternehmens, ein Betafaktor kleiner 1,0 impliziert ein gegenüber dem Markt geringeres Risiko und vice versa. YCV verwendet ausschließlich eigens hergeleitete "Bottom-Up-Beta", niemals das Regressionsbeta der einzelnen Aktie, ein aus unserer Sicht ungeeignetes Risikomaß. Somit berücksichtigt unser Beta das systematische Risiko der Industrien, in denen die TUI AG tätig ist. Viele Unternehmen sind in unterschiedlichen Industrien aktiv, wir gewichten anhand der Umsatzverteilung und berücksichtigen Auf- oder Abschläge je nach Stabilität der EBIT-Marge (CAPM plus). Methodengerecht passt YCV das Beta der konkreten Verschuldungsquote an ("levered Beta"), so wird jedem Unternehmen ein individuell begründetes und einzupreisendes Risiko beigemessen.

Die Fremdkapitalkosten beziffern wir zum Bewertungsstichtag auf 7,0%. Dies ist der Zinssatz, zudem das Unternehmen aktuell langfristige Mittel aufnehmen kann. Den vorgenannten Zinssatz ermitteln wir anhand eines Unternehmensrating und den aktuell gehandelten Renditen 10-jähriger Unternehmensanleihen gleicher Ratingklasse. Methodengerecht kürzen wir die Fremdkapitalkosten um den Grenzsteuersatz (Tax Shield), im vorliegenden Fall um 29,9%. Die Fremdkapitalkosten beziffern sich demnach auf 4,9%.

Unter Berücksichtigung von aktueller Marktkapitalisierung und Verschuldung gewichten wir die Eigenkapitalkosten im vorliegenden Fall mit 31,1% und die Fremdkapitalkosten mit 68,9%. Es resultieren die zitierten gewichteten Kapitalkosten in Höhe von 8,1%: $WACC = 15,4\% * 31,1\% + 4,9\% * 68,9\% = 8,1\%$

7. Bewertungsergebnis

Der Barwert des Terminal Value und der Barwert aller 10 diskontierten Cashflows addieren sich zum schuldenfreien Unternehmenswert ("Enterprise Value"). Der Enterprise Value beträgt im vorliegenden Fall EUR 13.929 Mio. = EUR 8.789 Mio. (Barwert Terminal Value) plus EUR 5.141 Mio. (Barwert aller Cashflows). Methodengerecht sind die liquiden Mittel inkl. handelbarer Wertpapiere (EUR 1.659 Mio.) zu addieren und die zinstragenden Verbindlichkeiten (EUR 7.608 Mio.) zu subtrahieren.

Die Kompetenz von YCV wird durch eine Berücksichtigung weiterer Positionen in der sogenannten "Equity Bridge" hervorgehoben, ein Gütesiegel von YCV. Hierzu können insbesondere passivierte Anzahlungen, konsolidierte "Minority Shares" oder ungedeckte Pensionsrückstellungen nebst weiteren Positionen gehören. In besonderen Fällen inkludieren die zinstragenden Verbindlichkeiten passivierte Finanzschulden aus Handelsaktivitäten, z.B. bei Konsolidierung von Bank- oder Leasinggeschäften. In vorgenannten Fällen achtet YCV auf etwaige Gegenpositionen auf der Aktivseite der Bilanz (Finanzforderungen) und saldiert die Beträge in der Equity Bridge unter der Position Sonstiges. Nach Abzug bzw. Addition der im DCF-Modell einzeln aufgeführten Positionen ergibt sich der Wert des Eigenkapitals zum Bewertungsstichtag in Höhe von EUR 5.873 Mio.

Der Wert des Eigenkapitals wird durch die Anzahl der ausstehenden Aktien (507 Mio. Stück) dividiert, es resultiert der innere Wert der Aktie zum Bewertungsstichtag in Höhe von EUR 11,57. Der innere Wert der Aktie kann mit dem aktuellen Börsenkurs (EUR 6,77) für Investitionsentscheidungen verglichen werden. Das Verhältnis von Kurs zu Wert beträgt zum Bewertungsstichtag auf Basis unserer Planungsprämissen: 58,5%.