

Mercedes-Benz Group AG		3 Jahre Kursentwicklung in EUR		Datum		05.05.25	
group.mercedes-benz.com						Aktienkurs EUR	53,30
LTM / Quartal	31.03.25					Aktienwert	101,53
Letztes Fiskaljahr	31.12.24					Kurs/Wert	52%
Anzahl Aktien Mio.	962,0					52W Tief	45,60
Freefloat	65%					52W Hoch	73,68
Unt.-Rating S&P	A					TV/TEV	63%
Net Debt/EBITDA	5,5					Dividende 2024	5,70
Market Cap	51.273					Erw. Dividende	3,50
in Mio. EUR						Erw. D-Rendite	6,6%

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

Die Mercedes-Benz Group AG ist ein weltweit führender Hersteller von Premium-Pkw und Transportern. Das Unternehmen ist in den Branchen Automobilproduktion, Mobilitäts- und Finanzdienstleistungen tätig. Die Hauptgeschäftsfelder umfassen die Entwicklung, Produktion und den Vertrieb von High-End-Pkw und leichten Nutzfahrzeugen unter der Marke Mercedes-Benz sowie Finanzierungs-, Leasing- und Mobilitätsdienstleistungen über die Tochtergesellschaft Mercedes-Benz Mobility AG.

Management

CEO der Mercedes-Benz Group AG ist Ola Källenius. Er verfügt über langjährige Erfahrung im Unternehmen, insbesondere in den Bereichen Forschung, Entwicklung und Vertrieb. CFO ist Harald Wilhelm. Er bringt umfassende Expertise im Finanzmanagement und in der Steuerung internationaler Industrieunternehmen mit, unter anderem durch frühere Positionen bei führenden Automobil- und Luftfahrtunternehmen.

Geschäftsfelder mit Wachstumspotenzial

Wachstum erwartet das Unternehmen insbesondere in den Bereichen elektrifizierte Fahrzeuge, digitale Mobilitätsdienste und im Luxussegment. Die Einführung neuer Modelle auf innovativen Plattformen, wie der MMA-Plattform für den CLA und weiteren elektrischen Modellen, sowie die Individualisierung hochwertiger Fahrzeuge sollen zusätzliche Impulse liefern. Auch in China sieht das Unternehmen langfristige Wachstumschancen, insbesondere im Markt für Elektrofahrzeuge.

Geschäftsfelder mit stagnierender Entwicklung

Stagnation zeigt sich im klassischen Geschäft mit Verbrennerfahrzeugen und im Segment der Transporter. Der Absatz von Pkw und Vans ist zuletzt rückläufig gewesen. Besonders der Markt für vollelektrische Pkw entwickelte sich schwächer als erwartet, was zu einer Anpassung der Strategie führte.

Marktvolumen und Marktentwicklung

Das relevante Marktvolumen für Premium-Pkw und leichte Nutzfahrzeuge umfasst weltweit mehrere Millionen Einheiten jährlich. Die Märkte entwickeln sich unterschiedlich: Während der globale Automobilmarkt insgesamt leicht rückläufig ist, bleibt das Premiumsegment vergleichsweise stabil. Der Markt für Elektrofahrzeuge wächst zwar strukturell, jedoch langsamer als prognostiziert, insbesondere in Europa und China.

Besondere Sachverhalte

Für die Bewertung der Mercedes-Benz Group AG sind mehrere Faktoren relevant: Die Fähigkeit, Premiumpreise im Luxussegment durchzusetzen, die Flexibilität bei der Anpassung an regulatorische Anforderungen im Bereich Antriebstechnologien, die starke Bilanz mit hoher Nettoliquidität sowie die laufenden Investitionen in Elektrifizierung und Digitalisierung. Die Umstellung auf ein Direktvertriebsmodell und die Effizienzsteigerung in der Produktion beeinflussen die zukünftige Ertragskraft maßgeblich.

Aktuelle Herausforderungen

Das Unternehmen steht vor Herausforderungen durch die weltweit schwächelnde Nachfrage nach Elektrofahrzeugen, einen rückläufigen Gesamtabsatz und Margendruck im unteren Preissegment. Hinzu kommen wachsende Konkurrenz durch chinesische Hersteller, volatile Rohstoffpreise sowie Unsicherheiten auf wichtigen Märkten wie China und den USA.

Aktuelle Strategie

Mercedes-Benz setzt auf eine Produktoffensive mit neuen, elektrifizierten und hochwertigen Modellen. Die Strategie umfasst Kostensenkungsprogramme, Standardisierung und eine stärkere Lokalisierung des Lieferantennetzwerks, insbesondere in China. Die Individualisierung der Fahrzeuge und die Fokussierung auf margenstarke Modelle sollen die Profitabilität sichern. Eine überarbeitete Strategie mit Schwerpunkt auf hochwertig ausgestatteten Fahrzeugen und Effizienzsteigerung wird im ersten Quartal 2025 vorgestellt.

SWOT-Analyse

Stärken

- Mercedes-Benz verfügt über eine starke globale Premium-Marke mit hoher Bekanntheit und Loyalität im Luxussegment.
- Das Unternehmen weist eine solide Finanzstruktur mit hoher Nettoliquidität und starker Eigenkapitalbasis auf.
- Die Innovationskraft zeigt sich in der Entwicklung neuer Elektrofahrzeuge und digitaler Mobilitätsdienste.
- Effiziente Produktionsprozesse und ein globales Vertriebsnetz sichern die Wettbewerbsfähigkeit.

Schwächen

- Die Abhängigkeit vom Premiumsegment und von traditionellen Märkten erhöht die Anfälligkeit bei Nachfragerückgängen.
- Die Umstellung auf Elektromobilität verläuft langsamer als geplant und erfordert hohe Investitionen.
- Komplexe Lieferketten und hohe Fixkosten belasten die Flexibilität bei kurzfristigen Marktveränderungen.
- Die Margen im Segment der elektrischen Fahrzeuge sind noch geringer als bei Verbrennermodellen.

Chancen

- Die steigende Nachfrage nach nachhaltigen und elektrifizierten Fahrzeugen eröffnet neue Wachstumsmöglichkeiten.
- Die Digitalisierung von Fahrzeugen und Services ermöglicht zusätzliche Umsatzquellen durch Software und Mobilitätsdienste.
- Der Ausbau des Direktvertriebsmodells verbessert die Kundenzufriedenheit und erhöht die Profitabilität.
- Die Expansion in aufstrebende Märkte, insbesondere in Asien, bietet Potenzial für weiteres Wachstum.

Risiken

- Der intensive Wettbewerb durch neue Marktteilnehmer, insbesondere aus China, erhöht den Preisdruck.
- Regulatorische Anforderungen und politische Unsicherheiten in wichtigen Absatzmärkten können die Geschäftsentwicklung beeinträchtigen.
- Schwankende Rohstoffpreise und Lieferengpässe stellen eine Herausforderung für die Kostenkontrolle dar.
- Technologische Disruptionen und sich ändernde Kundenpräferenzen erfordern kontinuierliche Anpassungen der Unternehmensstrategie.

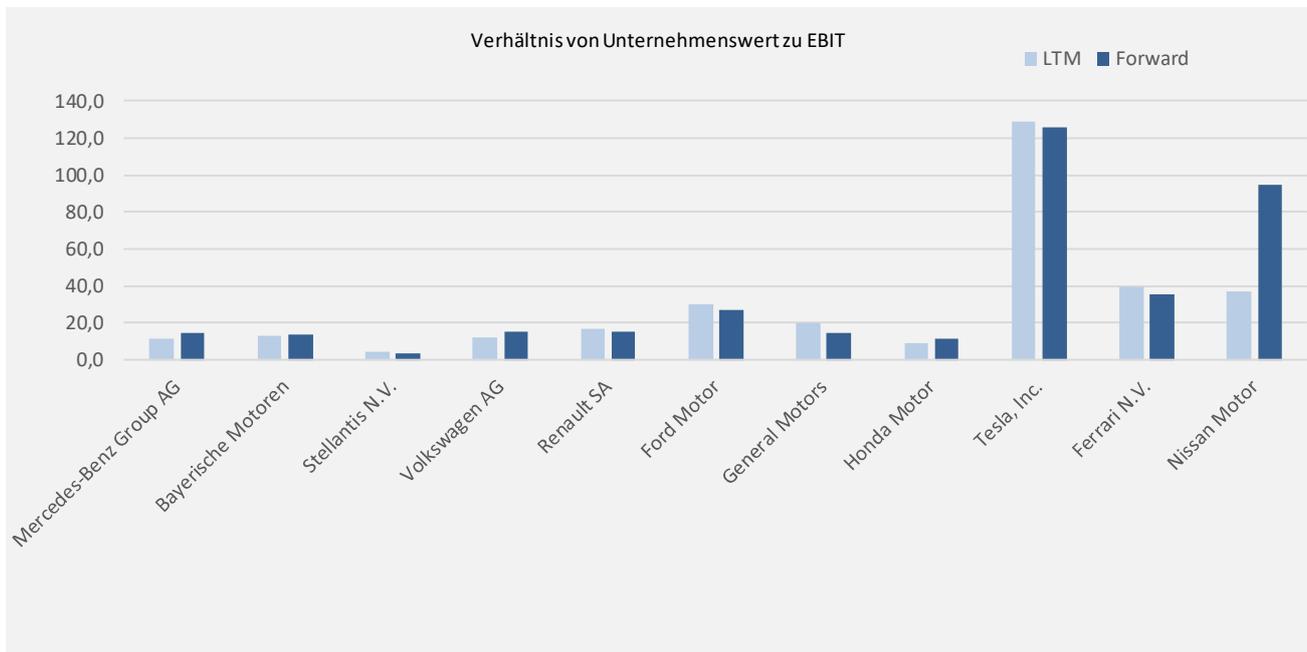
In den Kapitalkosten eingepreistes Risiko:

Herleitung WACC	LTM	LTM+1	LTM+2	LTM+3	LTM+4	LTM+5	LTM+6	LTM+7	LTM+8	LTM+9	LTM+10	ewig
ERP adj.	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
i (rf)	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Beta unlev.	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84
Beta relev.	2,06	1,92	1,80	1,69	1,60	1,52	1,45	1,39	1,33	1,28	1,23	
Aufschlag												
Bewertungsbeta	2,06	1,92	1,80	1,69	1,60	1,52	1,45	1,39	1,33	1,28	1,23	1,23
Aufschlag Länderrisiko												
Eigenkapitalkosten	15,3%	14,4%	13,6%	13,0%	12,4%	11,9%	11,5%	11,1%	10,7%	10,4%	10,1%	10,1%
Steuer	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%
i FK	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Fremdkapitalko. n. Steuer	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Eigenkapitalwert (Markt)	51.273											
Fremdkapitalwert	106.316	59.176	58.055	56.840	55.380	54.823	53.172	51.538	49.901	48.239	46.375	
FK/EK	207,4%	183,4%	163,0%	145,2%	129,8%	116,1%	104,0%	93,2%	83,5%	74,7%	66,7%	66,7%
EK/GK	32,5%	35,3%	38,0%	40,8%	43,5%	46,3%	49,0%	51,8%	54,5%	57,3%	60,0%	60,0%
FK/GK	67,5%	64,7%	62,0%	59,2%	56,5%	53,7%	51,0%	48,2%	45,5%	42,7%	40,0%	40,0%
WACC	7,3%	7,3%	7,3%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,5%	7,5%	7,5%

Bewertungsmultiplikatoren im Vergleich zur Peer-Group

Multiplikatoren		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Mercedes-Benz Group AG	Bayerische Motoren	Stellantis N.V.	Volkswagen AG	Renault SA	Ford Motor	General Motors	Honda Motor	Tesla, Inc.	Ferrari N.V.	Nissan Motor
TEV/EBITDA											
Letzter JA	7,5	8,1	2,3	7,4	10,8	13,9	11,0	4,6	62,1	33,6	8,1
LTM	8,1	8,1	2,3	8,5	10,8	13,9	11,0	4,8	63,8	33,6	10,0
Forward	8,1	7,5	1,9	7,3	8,8	15,6	7,8	6,4	55,5	27,0	14,9
TEV/EBIT											
Letzter JA	10,1	12,7	4,2	11,4	17,1	29,7	19,4	9,0	117,8	39,6	12,3
LTM	11,3	12,7	4,2	12,3	17,1	29,7	19,9	9,2	129,2	39,6	36,7
Forward	14,1	13,9	3,6	15,1	15,4	27,2	14,1	11,4	125,7	35,6	94,4
KGV (normalisiert)											
Letzter JA	6,3	7,1	6,0	4,0	6,1	9,9	9,3	7,6	169,7	62,9	3,2
LTM	7,0	7,1	6,0	4,4	6,1	9,9	9,3	7,6	194,8	62,9	12,2
Kurs / Buchwert EK											
Letzter JA	0,6	0,5	0,3	0,3	0,4	0,9	0,7	0,6	12,7	20,8	0,2
LTM	0,5	0,5	0,3	0,3	0,4	0,9	0,7	0,5	12,4	20,8	0,2

Kennziffern	Mercedes-Benz Group AG	Bayerische Motoren	Stellantis N.V.	Volkswagen AG	Renault SA	Ford Motor	General Motors	Honda Motor	Tesla, Inc.	Ferrari N.V.	Nissan Motor
Umsatzwachstum p.a.											
LTM/LTM-1	-6,2%	-8,4%	-17,2%	1,6%	7,4%	5,0%	7,8%	12,2%	1,0%	11,8%	3,2%
über 2 Jahre	-3,2%	-0,1%	-6,5%	5,7%	10,2%	8,2%	8,3%	15,2%	5,5%	14,5%	13,8%
über 3 Jahre	1,7%	8,6%	1,6%	9,3%	10,5%	10,7%	13,0%	15,0%	15,5%	16,1%	13,3%
EBIT-Marge											
Letzter JA	8,6%	7,9%	4,0%	7,1%	7,4%	2,8%	6,8%	6,8%	7,8%	28,2%	4,5%
LTM	7,9%	7,9%	4,0%	6,5%	7,4%	2,8%	6,5%	6,6%	7,3%	28,2%	1,2%



- 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 die meist 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	149.467	153.261	164.154	167.362	172.745	121.778	133.893	150.017	152.390	145.594	139.770	140.299	144.525
Entw.	15,1%	2,5%	7,1%	2,0%	3,2%	-29,5%	9,9%	12,0%	1,6%	-4,5%	-4,0%	0,4%	3,0%
EBIT	12.632	12.593	12.432	9.404	2.518	6.086	14.889	17.333	17.491	12.586	9.085	10.468	11.493
/Umsatz	8,5%	8,2%	7,6%	5,6%	1,5%	5,0%	11,1%	11,6%	11,5%	8,6%	6,5%	7,5%	8,0%
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	142.945	140.815	141.107	141.505	142.906	143.299	144.326	145.999	148.336	151.367	155.128	158.983	143.813
Entw.	-6,2%	-1,5%	0,2%	0,3%	1,0%	0,3%	0,7%	1,2%	1,6%	2,0%	2,5%	2,5%	0,9%
EBIT	11.222	8.543	7.199	7.690	8.068	8.393	8.758	9.168	9.628	10.144	10.724	10.991	8.650
/Umsatz	7,9%	6,1%	5,1%	5,4%	5,6%	5,9%	6,1%	6,3%	6,5%	6,7%	6,9%	6,9%	6,1%
Sonst													
Steuer	-3.425	-2.195	-2.013	-2.140	-2.270	-2.386	-2.517	-2.662	-2.825	-3.007	-3.211	-3.291	-2.452
S-Quote	30,5%	25,7%	28,0%	27,8%	28,1%	28,4%	28,7%	29,0%	29,3%	29,6%	29,9%	29,9%	28,6%
EBIT-T		6.348	5.186	5.549	5.798	6.006	6.241	6.506	6.803	7.137	7.513	7.700	6.295
Entw.			-18,3%	7,0%	4,5%	3,6%	3,9%	4,2%	4,6%	4,9%	5,3%	2,5%	4,4%
Nettoinvestitionen		-934	-716	-951	-804	-2.737	-944	-1.320	-1.711	-2.123	-2.176	-1.925	-1.135
Umsatzzuwachs/Reinvest		-2,3	0,4	0,4	1,7	0,1	1,1	1,3	1,4	1,4	1,7	2,0	1,2
FCFF		5.414	4.470	4.598	4.994	3.269	5.297	5.186	5.092	5.014	5.337	5.775	5.053
R-Rate (Nettoinvest/EBIT-T)		14,7%	13,8%	17,1%	13,9%	45,6%	15,1%	20,3%	25,1%	29,7%	29,0%	25,0%	18,7%
ROCE		8,7%	7,1%	7,4%	7,7%	7,7%	7,9%	8,1%	8,3%	8,5%	8,7%	8,7%	8,0%
WACC		7,3%	7,3%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,5%	7,5%	7,5%	7,4%
PV TV	56.800	60.961	65.436	70.250	75.429	81.002	86.999	93.454	100.402	107.882	115.937	= Terminal	
PV FCFF	33.373	5.045	3.880	3.716	3.757	2.289	3.451	3.142	2.869	2.626	2.598	R-Rate	25,0%
TEV	90.173	91.438	93.680	95.974	98.056	102.031	104.288	106.839	109.690	112.848	115.937	"g"=i(rf)	2,5%
TEV/EBIT	5,1	7,1	9,1	9,1	9,3	9,7	9,9	10,2	10,4	10,6	10,8	TV = FCFF/(wacc-g)	
Unternehmenswert schuldenfrei		90.173	Kapitalkosten EUR		Hinweise und Erläuterungen								
Liquide Mittel		20.035	i (rf)	2,5%	<p>Umsatz und EBIT der Historie sind den veröffentlichten Berichten der Unternehmen zu entnehmen.</p> <p>Das Verhältnis von EBIT zu Umsatz ist die sog. EBIT-Marge.</p> <p>Die drei Folgejahre mit der Endung e basieren auf Analystenschätzungen für die Fiskaljahre.</p> <p>Die Prognosen von YCV setzen auf die aktuellen Finanzdaten des Unternehmens auf. Basis der Umsatzprognosen ist daher eine Addition der Umsätze der letzten 4 Quartale (LTM).</p> <p>Fällt das Datum des letzten Quartalsberichtes auf das Datum des Fiskaljahres, entspricht der Umsatz LTM (Last Twelve Month) dem Umsatz gemäß letztem Jahresabschluss.</p> <p>Die Umsätze werden anhand der gewählten jährlichen Wachstumsraten prognostiziert. Die EBIT-Reihe der Prognose ermittelt sich auf Basis der gewählten jährlichen EBIT-Marge.</p> <p>Die Position "Sonst" beinhaltet Positionen, die im operativen EBIT nicht enthalten sind. Vorgenanntes kann erfolgen, sofern die Historie unentwegt jährliche Sondereffekte ausweist.</p> <p>Die Steuerzahlungen ergeben sich auf Basis der gewählten Steuerquoten (S-Quote). Da die Bemessungsbasis EBIT-T den steuerlich abzugsfähigen Zinsaufwand nicht inkludiert, wird im Diskontierungsfaktor methodengerecht ein sog. "Tax-Shield" berücksichtigt.</p> <p>Nettoinvestitionen umfassen Investitionen in das Anlage- und Umlaufvermögen, saldiert um Abschreibungen und Amortisation. Unternehmensakquisitionen sind darin enthalten.</p> <p>FCFF ist der resultierende freie Cashflow vor Zins- und Tilgungszahlungen des Unternehmens und steht den Kapitalgebern (Aktionäre und Fremdkapitalgeber) zur Verfügung.</p> <p>Haftungsfreizeichnung: Die Unterlage stellt keinerlei Empfehlung dar.</p>								
Handelbare langfristige Wertpapiere		618	ERP adj.	6,2%									
(Marktwert) Fremdkapital		-106.316	Beta	2,06									
Finanzforderungen / Anzahlungen		81.667	Aufschla										
Anteile Minderheitsgesellschafter		-1.029	i EK	15,3%									
Langfr. Passive Abgrenzungen / Sonstige			i FK	5,0%									
Ungedeckte Pensionsrückstellungen			Steuer	29,9%									
Verlorene Rechtsstreitigkeiten			i FK - T	3,5%									
Wert Eigenkapitaloptionen			Wert EK	51.273									
Wert Beteiligungen & Finanzinvestitionen		12.519	Wert FK	106.316									
Wert des Eigenkapitals 100%		97.667	WACC	7,3%									
Umsatzverteilung Industrien (ENG)		Umsatzverteilung Regionen (E)											
Automobile Manufacture		13%											
Consumer Finance		17%											
Automobile Manufacture		74%	Other Markets	6%									
			Europe (Excluding G)	25%									
Sonstige		-5%	Sonstige	69%									
Prognose	LTM	LTM+1	LTM+2	LTM+3	LTM+4	LTM+5	LTM+6	LTM+7	LTM+8	LTM+9	LTM+10	ewig	Summe
Invest. Kapital	71.900	72.834	73.549	74.501	75.305	78.042	78.986	80.306	82.016	84.140	86.316	88.241	785.995
Umsatz/Kapit	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	0,2

Invest. Kapital = Investiertes Kapital = Eigenkapital plus Zinstragende Verbindlichkeiten abzüglich liquider Mittel und abzüglich Goodwill
 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 Mercedes-Benz Group erfolgt in EUR.

1. Historische Geschäftsentwicklung

In den letzten drei Fiskaljahren veränderte sich der Umsatz um 12,0%, 1,6% und zuletzt -4,5%. Im Verlauf der letzten 10 Jahre betrug das Umsatzwachstum durchschnittlich 1,1% pro Jahr (CAGR). Die mittlere EBIT-Marge betrug in diesem Zeitraum 8,4%, über die letzten 5 Jahre hingegen 11,1% (Median). Der gesamte Steueraufwand im Verhältnis zur EBIT-Reihe (Steuerquote) betrug über die letzten 10 Fiskaljahre 31,2% (Steueraufwand/EBIT). Insgesamt hat das Unternehmen über die letzten 10 Jahre 22,0% des erwirtschafteten EBIT-T netto (Investitionen abzüglich Afa/Amortisation) reinvestiert (Reinvestitionsquote).

2. Aktuelle Ergebnisse

Auf Basis der letzten 4 Quartalsberichte erzielte das Unternehmen EUR 142.945 Mio. Jahresumsatz und erwirtschaftete EUR 11.222 Mio. operatives Ergebnis (EBIT). Dies entspricht einer EBIT-Marge von 7,9%. Das Verhältnis von Steueraufwand zu EBIT betrug 30,5% (effektive Steuerquote).

3. Analystenmeinungen

Bezogen auf das Fiskaljahr per 31.12.24 erwarten professionelle Analysten für die nächsten 3 Fiskaljahre ein Umsatzwachstum von -4,0%; 0,4% und 3,0% (Median Consensus). Die EBIT-Marge für die nächsten drei Fiskaljahre wird in der Mitte aller Analysten auf 6,5%; 7,5% und 8,0% prognostiziert. Demnach würde das operative Ergebnis vor Zinsen und Steuern im Fiskaljahr 2027e EUR 11.493 Mio. betragen (EBIT). Professionelle Analysten sehen Zielkurse für die Aktie zwischen EUR 38,00 und EUR 90,00, der Median beträgt EUR 61,00.

4. Planungsprämissen

Ausgangspunkt unserer Prognose für das DCF-Modell ist der zitierte Jahresumsatz in Höhe von EUR 142.945 Mio. (LTM). Das Umsatzwachstum für die ersten drei Planungsperioden (LTM+1 bis LTM+3) beziffert YCV mit -1,5%; 0,2% und 0,3%. 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 0,3% und maximal 2,5%. Für die ewige Rente orientiert sich unsere Wachstumsrate am risikolosen Zins im EUR in Höhe von derzeit 2,5%, 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 155.128 Mio. in 10 Jahren.

Für die ersten drei Planungsperioden (LTM+1 bis LTM+3) halten wir EBIT-Margen in Höhe von 6,1%; 5,1% und 5,4% für angemessen. Für die ewige Rente vertreten wir eine EBIT-Marge in Höhe von 6,9%, EBIT würde demnach im eingeschwungenen Zustand EUR 10.991 Mio. betragen. Wir sehen im vorliegenden Fall keine Notwendigkeit zur Berücksichtigung von Sondereffekten unterhalb der EBIT-Reihe.

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 25,7%; 28,0% und 27,8% 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 der Kennziffer Umsatz/Kapital:

Unternehmensumsatz steht in einem Verhältnis zum gebundenen Kapital (Kennziffer: Umsatz/Kapital). Das gebundene Kapital ermittelt sich aus einer Formel: Gebundenes Kapital = Zinstragende Verbindlichkeiten + Eigenkapital - liquide Mittel - Goodwill. Die Kennziffer drückt aus, wieviel Kapital bei vorgegebenem Umsatz gebunden/investiert sein muss. Da im DCF-Modell Umsatzprognosen vorliegen, kann das (implizit) gebundene Kapital berechnet werden. Die Veränderung von einer Periode zur

nächsten Periode macht die jährlichen Nettoinvestitionen aus. Typischerweise liegt die Kennziffer Umsatz/Kapital zwischen 0,1 und 5,0 (je nach Anlageintensität der jeweiligen Industrie). Je niedriger die Kennziffer ausfällt, desto mehr ist bei gegebenem Umsatz zu investieren. Beträgt die Kennziffer z.B. 3,0 (Umsatz/Kapital), so sind für EUR 100 Umsatz EUR 30 zu investieren.

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

Das DCF-Modell prognostiziert eine Veränderung des Umsatzes über 10 Jahre um 8,5% (Umsatz LTM+10 / Umsatz LTM -1). Wir unterstellen damit ein im Zeitablauf wachsendes Geschäftsvolumen und berücksichtigen notwendige Nettoinvestitionen. Das für die Planung auserwählte Verhältnis Umsatz/Kapital (LTM+10) beträgt 1,77. Die Auswahl erfolgt nach Analyse der Unternehmenshistorie (statistische Relevanz) im Vergleich zu Industriebenchmarks. Für die Planungsperioden werden die Umsatzzuwächse durch die Kennziffer Umsatz/Kapital dividiert. Die Berechnung lautet: (EUR 158.983 - EUR 140.815 Mio.) / 1,77. Für die nächsten 10 Jahre ergibt sich eine Gesamtsumme von EUR 10.256 Mio. für plausibel notwendige Nettoinvestitionen. Die Reinvestitionsquote beträgt damit 16,3% (Nettoinvestitionen / EBIT-T). In Folge haben wir uns mit Aussagen von Analysten über anstehende Investitionen beschäftigt. Nach Würdigung der Consensus-Schätzungen werden final übernommen EUR: 14.416 Mio. Die Reinvestitionsquote beträgt sodann 22,9%. Das gebundene Kapital würde Ende LTM+10 demnach EUR 86.316 Mio. betragen. Die begründet 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 5.775 Mio. / (7,5% - 2,5%) = EUR 115.937 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 Diskontierung (nur) EUR 56.800 Mio.

6. Diskontierungsfaktoren

Einführung:

Ein Zahlungseingang heute kann mit einer festen jährlichen Verzinsung angelegt werden, eine solche (gegenüber dem Erwerb einer Aktie alternativen) 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 7,3% (LTM), dessen mathematische Herleitung wir nachstehend erläutern und begründen. Unter Berücksichtigung erwarteter Verschuldungsquoten passen wir den Diskontierungszins im Zeitablauf bis 7,5% 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 2,5% (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 6,2%. Die regionale Anpassung der Risikoprämie erfolgt unter Berücksichtigung des Heimatsitzes und der regionalen Absatzmärkte, die Mercedes-Benz Group 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 = 2,5% + 2,06 * 6,2% = 15,3%. 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 Mercedes-Benz Group 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 5,0%. 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 3,5%.

Unter Berücksichtigung von aktueller Marktkapitalisierung und Verschuldung gewichten wir die Eigenkapitalkosten im vorliegenden Fall mit 32,5% und die Fremdkapitalkosten mit 67,5%. Es resultieren die zitierten gewichteten Kapitalkosten in Höhe von 7,3%: $WACC = 15,3\% * 32,5\% + 3,5\% * 67,5\% = 7,3\%$

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 90.173 Mio. = EUR 56.800 Mio. (Barwert Terminal Value) plus EUR 33.373 Mio. (Barwert aller Cashflows). Methodengerecht sind die liquiden Mittel inkl. handelbarer Wertpapiere (EUR 20.653 Mio.) zu addieren und die zinstragenden Verbindlichkeiten (EUR 106.316 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 97.667 Mio.

Der Wert des Eigenkapitals wird durch die Anzahl der ausstehenden Aktien (962 Mio. Stück) dividiert, es resultiert der innere Wert der Aktie zum Bewertungsstichtag in Höhe von EUR 101,53. Der innere Wert der Aktie kann mit dem aktuellen Börsenkurs (EUR 53,30) für Investitionsentscheidungen verglichen werden. Das Verhältnis von Kurs zu Wert beträgt zum Bewertungsstichtag auf Basis unserer Planungsprämissen: 52,5%.