

## DAIMLER-HV in Berlin, 9. April 2014

### Abkürzungen:

AR - Aufsichtsrat

VS - Vorstand

HV - Hauptversammlung

DAI - Daimler

EBIT - Earnings before interest and taxes (Ergebnis vor Zinsen und Steuern)

BRIC's - Brasilien, Russland, Indien und China

NAFTA – Nordamerikanisches Freihandelsabkommen

EM – Emerging Markets (Schwellenländer)

Unsere Teilnahme an der diesjährigen HV von DAIMLER (DAI) in Berlin verfolgte das Ziel, den Pulsschlag der deutschen Automobil-Industrie aus nächster Nähe zu fühlen.

Unser Fazit: Die Branche ist quietschlebig, bei DAI ist der Ausblick gut und die Perspektive sogar noch besser. Trotz einer ganzen Serie unbestreitbarer Erfolge war der Auftritt seitens Vorstand und Aufsichtsrat von einer wohlthuenden Bescheidenheit geprägt, die das Image spürbar fördert (deutlich weniger Überheblichkeit als früher).

Zur Rekapitulation: Unser Urteil nach der **letzten** HV vor 12 Monaten lautete wie folgt: DAI braucht ein gutes konjunkturelles Umfeld, um die Konzern-Stärken voll ausfahren zu können. Genau das ist eingetreten und so wurde aus der diesjährigen HV beinahe ein Festival der Superlativen.

Beinahe - weil „Aktienkurs“ und „Gewinn-pro-Aktie“ nicht Schritt halten können mit der Rekordjagd bei Absatz (2,4 Mio Einheiten), Umsatz (€118 Mrd), Eigenkapital (€55 Mrd) und Liquidität (€15 Mrd).

Sehr deutlich kommt das in der Börsenbewertung zum Ausdruck, denn die Aktie notiert nach einem Anstieg von +70% in den letzten 12 Monaten (**DAX +20%, VW +30%, BMW +40%**) mittlerweile mit einer recht satten Prämie von 75% über Buchwert. Derart gewaltige Vorschusslorbeeren sind in aller Regel ein Indiz dafür, dass die Börse augenscheinlich auf einen Quantensprung beim Gewinn spekuliert. Das Risiko ist klar definiert: Der Börse droht eine herbe Enttäuschung, falls DAI nicht liefert.

Unser Fazit: Wenn die Weltwirtschaft weiter so kooperiert wie bislang, dann winkt beim Gewinn tatsächlich ein Quantensprung, denn der vormals nur auf Premium-Produkte spezialisierte Automobilist aus Stuttgart hat jetzt endlich die Voraussetzungen für ein skalierbares Geschäftsmodell geschaffen (fixe Kosten bei steigendem Umsatz).

**Die frohe Botschaft aus Berlin könnte man wie folgt auf den Punkt bringen: Was im direkten Vorjahres-Vergleich unverändert geblieben ist, ist das hinlänglich bekannte Luxus-Problem der Stuttgarter: Geschäft brummt, Konzernkasse prall gefüllt, Nachfrage boomt.**

Der Tenor einiger Wortmeldungen zur HV spiegelt diesen Zustand recht trefflich: DAI zurück in der Erfolgsspur, auf der Überholspur, auf dem Siegertreppchen. Die institutionellen Anleger sind regelrecht ins Schwärmen geraten: „Wann knacken wir BMW“ oder „da macht es wieder Spaß DAI-Aktionär zu sein“ lauteten die Parolen. Glaubt man dem Vorstands-

Vorsitzenden Dr. Zetsche, dann ist die Aufbruchsstimmung überall im Unternehmen fast mit Händen zu greifen. DAI hat tatsächlich die Nase vorn und betrachtet die Konkurrenz eher im Rückspiegel, wie der Blick auf einige **Meilensteine** belegt:

1. Der Aktien-Kurs ist in den letzten 12 Monaten um 70% gestiegen (BMW +30%, VW 20%);
2. DAI zahlt den Aktionären die höchste Dividende der Firmengeschichte;
3. €350 Mio Bonus für Mitarbeiter ist ein Spitzenwert in der Gesamt-Industrie;
4. DAI ist Spitzenreiter bei der Frauenquote;
5. Beim CLK sind 8 von 10 Käufern übergelaufene Neukunden von der Konkurrenz;
6. Die Facebook-Zuwachsrate ist die beste der Industrie (junge Käufer) und das Alt-Herren Image zählt damit wohl zur Vergangenheit;
7. Beim Auto-Rückruf hat DAI die geringste Quote der Industrie;
8. Die Euro-6-Abgas-Norm für LKW wurde 8 Monate vor Pflichtdatum erreicht;
9. Die neue C-Klasse ist ein Musterbeispiel für intelligenten Leichtbau und das fortschrittlichste Auto in dieser Klasse;
10. Der Verbrauch der Konzern-Flotte wurde um 25% gesenkt;
11. In Amerika ist DAI mit 40% Marktanteil bei LKW die unangefochtene Nummer 1;
12. In Indien ist DAI bei Schwer-LKW die Nummer 4;
13. Der Smart-E ist weltweit die Nummer 4 unter den E-Autos;
14. Skalen-Effekte prägen das Geschäftsmodell und die Rekordjagd geht weiter: im 1.Q 2014 wurden 14% Neu-PKW verkauft, in China lag das Plus bei 50%; Bei der neuen S-Klasse wurden mit 25.000 mehr Einheiten ausgeliefert, als bei Audi A-8 und BMW-7er zusammen; die Nachfrage im Kompakt-Segment stieg um 25%; der 3 Schichten Betrieb in der Produktion ist zwingend (volle Kapazitäts-Auslastung im Premium-Segment);
15. In China gibt es 60 Autos pro 1.000 Einwohner in Europa 500 – das Potential ist also enorm; in diesem Kontext ist DAI der einzige ausländische Autohersteller mit einer Inlands-Beteiligung; Peking hat gerade neue Subventionen für E-Autos verabschiedet, das Ziel sind 5 Mio Einheiten und DAI hat genau dafür bereits ein eigenes Elektro-Auto konzipiert, das jetzt in die Produktion geht;
16. Der AR hat die VS-Gehälter rückwirkend gedeckelt, ein Meilenstein der Vergütung; die Grenze liegt zukünftig ungefähr bei max. €10-11 Mio, abhängig von der Pensionszusage, die vom jeweils geltenden Diskontierungs-Zinssatz abhängt;
17. Thema automobile Kompetenz im AR: Neubesetzung Bernd Pischetsrieder (ex-BWM/VW), Bernd Bohr von Bosch, Jo Kaeser von Siemens;
18. Beim Antrieb gibt es keinen Königsweg und bei der Batterie keinen Quantensprung, deshalb tanzt man mit Brennstoffzelle, Hybrid und Elektro-Antrieb gleichzeitig auf allen Hochzeiten;
19. Apropos: Tesla-USA hat den neuen Antriebsstrang für die B-Klasse konzipiert; DAI ist mit 5% an Tesla beteiligt, hat den Kurs aber abgesichert (Aktie überbewertet).

**Es gibt bei aller Euphorie aber auch Risiken – dazu zählen:**

1. Exogene Schocks in der Geo-Politik (Ukraine/Russland), Währungsstress der Schwellenländer und laut Zetsche die Gefahr, dass Europa die EU als Risiko versteht, statt als Chance (siehe nationalistische Tendenzen mit der Gefahr von Protektionismus);
2. Die bereits hohe Bewertung an der Börse;

3. BRIC's – das ist Fluch und Segen zugleich (extreme Abhängigkeit). Konkret stammen fast €20 Mrd Umsatz aus den BRIC's wobei China bald schon der größte individuelle Absatzmarkt für DAI sein wird (Brasilien schwächelt).

**Der Status Quo:**

Die einzige wirklich signifikante Baustelle ist das relativ schwache EBIT-Wachstum (Experten sprechen von der Umsatz-Rendite). Obwohl die Rekorde bei Absatz und Umsatz fast täglich purzeln, schlägt das Wachstum immer noch nicht voll auf die Konzernkasse durch. Anders formuliert: Es hapert bei der Effizienz. Der EADS-Verkaufs-Erlös (Umfang €3,2 Mrd) hat geholfen, diese eklatante Schwachstelle im letzten Jahr geschickt zu maskieren. Und zusätzliche Probleme lauern bereits am Horizont: so frisst der Währungsstress fast €1 Mrd vom Gewinn, geo-politische Risiken nicht eingerechnet (latent schwelende Brandherde: Russland, Türkei, Brasilien, China).

Die gute Botschaft lautet: Problem erkannt und teilweise gelöst. Die Kosten werden um unglaubliche €4 Mrd gekappt, um die Effizienz-Lücke zu VW und BMW zu schließen. Davon sind 70% bereits umgesetzt, der Rest wird ab 2015 voll wirksam (Beitrag aus der PKW-Sparte €2 Mrd, LKW €1,6 Mrd; Bus/Vans €400 Mio). Im Nebeneffekt wurde die Ergebnis-Qualität recht locker um €1,8 Mrd verbessert. Anders formuliert: die Zahlen müssen nicht mehr so stark frisiert werden.

Neben Kosten-Senkungen wird der Rückstand zur Konkurrenz auch durch höhere Verkaufsmargen aufgeholt. Beispiel: DAI meidet aufgrund des überlegenen Produkts-Portfolios die branchen-typischen Rabattschlachten. Marktanteile werden nicht über die Preis-Strategie errungen. Im Gegenteil: Die Margen sind in 2014 weiter angezogen. Dabei hilft auch die satte Kapazitäts-Auslastung der Werke. Insgesamt wird DAI-Cars in 2014 schlappe €1,3 mehr EBIT abliefern und Trucks €0,5 Mrd. Vans, Busses, Financial-Services bleiben unverändert. So wird der EADS-Nachteil kompensiert.

Unser Fazit: DAI ist in 2014 voll durchgestartet. Bis Anfang April war die Markt-Situation in der EU, NAFTA und China besser als Plan. Problematisch ist nur Brasilien.

Apropos: Ein Aktienrückkauf scheint trotz der prall gefüllten Konzernkasse ausgeschlossen. Begründung: Es gibt anspruchsvolle Wachstumsziele, die finanziert werden müssen; Die Dividende verschlingt €2,3 Mrd an Liquidität, die Pensionskasse ist nur zu 60% finanziert; Für die EM braucht man eine hohe Liquiditäts-Reserve für den Ernstfall.

Der VS nannte drei Kriterien, die den Schlüssel für die Zukunft halten:

1. reagieren wir rechtzeitig auf den Wettbewerb?
2. wie ändert sich das Konsumenten-Verhalten?
3. was ist der Antrieb der Zukunft (Thema E-Mobilität)?

**Geht man davon aus, dass DAI den Schlüssel auf die Fragen der Zukunft findet, dann liegt die ultimative Chance für den Konzern in den folgenden 4 Kriterien:**

1. DAI ist mit Blick auf die BRIC's und Asien sehr gut aufgestellt (Produkte und Kapazität).
2. Aufgrund der guten Modell-Palette gibt es aktuell erstaunlich wenig Preisdruck.
3. Die Stimmung im Konzern ist Spitze (siehe Arbeitsklima, Mitarbeiter-Zufriedenheit).
4. Thema autonomes Fahren – hier wird DAI endlich wieder dem eigenen Anspruch gerecht - Anführer bei Technologie und Innovation.

Apropos autonomes Fahren: Unter dieser Rubrik geht es um „aktive Sicherheit“ = Unfall vermeiden. Die Schrecksekunde zu senken gelingt durch revolutionäre Technologie in der Form elektronischer Assistenten beim Bremsen, Parken, Lenken und dem Fahren auf langen Strecken. **Konkret hat ein Fahrzeug der neuen S-Klasse im regulären Straßenverkehr zum ersten Mal eine Strecke von 100 KM zurückgelegt, ohne das der Fahrer ein einziges Mal das Lenkrad berührt hat.** Dieser Meilenstein grenzt fast schon an einen Quantensprung, denn hier winkt eine mobile Revolution (völlig neue Kundenschichten jung/alt).

Unser Fazit lässt sich wie folgt auf den Punkt bringen:

- DAI fährt ein skalierbares Geschäftsmodell (Masse ist entscheidend).
- Der Erfolg hängt ganz wesentlich davon ab, welches Antriebs-Modell sich am Ende durchsetzt (Brennstoff-Zelle, Hybrid oder Elektro-Auto).
- Fast ein Drittel der gesamten deutschen Autoproduktion wird in China abgesetzt.

Anders formuliert: Wer die Zukunft von DAI richtig einschätzen und den Aktienkurs korrekt prognostizieren will, der muss ein Experte und Kenner der BRIC's sein, denn dort spielt in Zukunft die Musik. Es gibt wenig Zweifel, das China für DAI zum mit Abstand größten Absatzmarkt wird. Jeder Investor in DAI-Aktien muss deshalb zwei Fragen beantworten können:

- Was macht die Politik in einer typischen Kommando-Wirtschaft wie in China (siehe Wachstum, Konjunktur, Reformen)?
- Wie reagiert das Verbraucher-Verhalten darauf (Nutzer-Präferenz, Trends beim Geschmack).