

Aktien Report

Nr. 5

Reuters: DAIGN.F · Bloomberg: DAI GR · ISIN: DE0007100000

31.01.2008

Daimler³⁾

Zusammenfassung

- Der faire Wert je Aktie beträgt nach unserer Ertragswertmethode 76,27 EUR je Aktie. Dabei haben wir unterstellt, dass unter zukünftigen Normalbedingungen (AFC) eine operative Marge von 8,75% nachhaltig erzielbar ist. Die Voraussetzungen hierfür sind (u.a.), dass die Effizienzbemühungen anhalten und das Unternehmen seine traditionellen Stärken nutzt (z.B. das hohe Ansehen der Marke Mercedes-Benz).
- Die operativen Margen früherer Jahre sind für die Analyse nicht aussagekräftig. Durch den Chrysler-Verkauf hat sich das Unternehmen deutlich verändert. Die Mercedes Car Group selbst zeigte restrukturierungsbedingt noch im Jahr 2005 einen operativen Verlust.
- Der niedrigere Asset Value zu Wiederbeschaffungskosten (47,20 EUR je Aktie) findet keine Berücksichtigung, da die Daimler AG nach unserer Analyse über einen ausreichend großen Wettbewerbsvorteil gegenüber der Konkurrenz verfügt.
- Ein wesentliches Problem stellt für Daimler der steigende US-\$ dar. Durch den Chrysler Verkauf hat sich die US-\$-Kurs-Abhängigkeit markant erhöht.
- Die Daimler AG ist im Premiumsegment mit der Marke Mercedes-Benz sehr gut positioniert und mit Maybach auch im Luxusbereich vertreten.

Unternehmensdaten

(in Mio. EUR / IFRS)	2005	2006	2007e	2008e
Umsatz	149.776	151.589	99.000	103.500
EBITDA	15.874	18.693	20.968	21.568
EBITDA-Marge (%)	10,6	12,3	21,2	20,8
EBIT	3.221	3.377	8.485	9.055
EBIT-Marge (%)	2,2	2,2	8,6	8,7
Nettoergebnis	2.846	3.227	5.980	6.369
Netto-Marge (%)	1,9	2,1	6,0	6,2

Daten je Aktie (in EUR)

	2005	2006	2007e	2008e
EPS (EUR)	2,80	3,16	5,85	6,23
CFPS (EUR)	12,17	13,71	15,12	16,39
Dividende (EUR)	1,50	1,50	1,75	2,00

Aktienanalyse

Titelinschätzung

Kaufen

(zuvor Kaufen)

Branche

Automobil

Bewertungskennzahlen

	2007e	2008e
KGV	8,8	8,3
EV/Umsatz	0,6	0,5
EV/EBITDA	4,2	4,0
EV/EBIT	18,6	12,8
KCFV	3,4	3,2
Dividendenrendite (%)	3,4	3,9

Aktienkennzahlen

Schlusskurs am 30.01.2008 (EUR)	51,71
Marktkapitalisierung (Mio. EUR)	52.853
Freefloat (%)	93,00
52-Wochen-Hoch/Tief (EUR)	77,25/47,81
Performance 3M/12M (%)	-32,5/+8,2

Geänderte Schätzungen wesentlicher Kennzahlen

	aktuell	zuvor
Fairer Wert	76,27	93,53



Dr. Ulrich Horstmann, CEFA

Senior Analyst

+49 89 2171 21873

Ulrich.Horstmann@bayernlb.de

Beachten Sie bitte die Hinweise auf den letzten Seiten.

Wettbewerbsanalyse: Marktstruktur, Porter's Fünf-Kräfte und Beurteilung der Markteintrittsbarrieren

► Marktstruktur: Die deutschen Hersteller sind im Luxus- und Premiumsegment gut vertreten

Wesentliche Produktionsstandorte der internationalen Fahrzeugindustrie sind die USA, Japan, Deutschland, China, Südkorea, und Frankreich. Die deutschen Hersteller sind in den letzten Jahren zunehmend zu Premium- und Luxusfahrzeuganbietern avanciert. Unter den weltweit hier führenden Marken (hoher Brand Value und großes Marktvolumen) sind die deutschen Hersteller mit Audi, Porsche, Mercedes-Benz und BMW überproportional vertreten (die herausragende Position der deutschen Hersteller im Luxussegment wurde durch den Erwerb der Markenrechte von Rolls-Royce, Bentley, Bugatti, Lamborghini u.a. noch weiter gestärkt). Hauptwettbewerber ist die zu Toyota gehörende Premiummarke Lexus, die zunehmend weltweit auftritt. In den USA ist Lexus bereits die führende Premiummarke.

Übersicht über die internationale Fahrzeugindustrie

PKW Hersteller	...mit Luxus-/Premiummarken	Nutzfahrzeughersteller
Toyota	Lexus	Daimler (Chrysler)
General Motors	Cadillac, Chevrolet, Saab	Volvo/Renault
Ford	Jaguar*, Land Rover, Lincoln, Volvo	Paccar (DAF)
Porsche/VW	Audi, Bentley, Bugatti, Lamborghini, Porsche	MAN, Scania, VW
Renault/Nissan	Infiniti	Iveco (Fiat)
Daimler (Chrysler)	Maybach, Mercedes-Benz	Sonstige (chinesische
Honda	Acura	Produzenten mit stark wachsenden Marktanteilen)
PSA		
Hyundai/KIA		
Fiat	Alfa Romeo, Ferrari, Lancia, Maserati	
BMW	BMW, MINI, Rolls Royce	
Investorenkonsortium	Aston Martin	

* wurde inzwischen an den indischen Hersteller Tata verkauft

Quelle: Fahrzeughersteller, BayernLB Research

► Zunehmend weltweit auftretende japanischen Konkurrenten

Die japanischen Marken Lexus, Infiniti und Acura werden international zunehmend als Premiummarken angeboten. Ähnlich wie seine japanischen Mitbewerber Toyota und Honda (mit ihren Premiumablegern Lexus und Acura), versucht Nissan auf diese Art und Weise am renditestarken Markt für Premiumfahrzeuge zu partizipieren. Ziel dieser Strategie ist es, die technischen Ressourcen der Muttermarke kostengünstig zu nutzen, dem Kunden aber gleichzeitig den Eindruck zu vermitteln, dass es sich um eine eigenständige Marke handelt, die keinerlei Bezug zu den günstigeren Modellen der Muttermarke hat. Aus diesem Grund sind die Verkaufsräume auch oft räumlich getrennt.

► Gut gefüllte Produktpipeline aller Premium- und Luxushersteller

Betrachtet man die Produktpipeline von Daimler und den Konkurrenten etwas näher, so zeigt sich, dass die führenden Autohersteller voraussichtlich sich jede sich bietende Marktnische nutzen werden. Die weitere Internationalisierung des Marktes für Premium und Luxusfahrzeuge könnte sich in den nächsten Jahren negativ auf die Margen auswirken. Die gleichzeitige Auffächerung aller Anbieter nach vergleichbaren Produktreihen macht den Markt für die Kunden intransparenter und könnte auch den Alleinstellungsmerkmalen bestimmter Marken schaden. Mit der möglichen Markenverwässerung könnten die Margen dann sinken, wenn die Kunden die Qualität/Attraktivität der Produkte nicht mehr ausreichend günstig beurteilen.

► Verstärkte Kooperationen oder mehr Wettbewerb?

Statt einer nicht auszuschließenden Verschärfung des Wettbewerbs durch immer ähnlichere Produkte könnte in einigen Segmenten zunehmend auch die Kooperationsstrategie gewählt werden. Hierdurch ließe sich die Fixkostenbelastung absenken, was sich wiederum positiv auf die Margen auswirken würde. Nach unserer Auffassung ist Daimler mit seiner Modellpalette auf jeden Fall gut positioniert, wie die folgende Übersicht zeigt:

Produktpalette/-pipeline	BMW, MINI, Rolls-Royce	Audi/Porsche Bentley u.a.	Mercedes-Benz, Maybach	Lexus	Jaguar, Volvo u.a. Aston Martin
Kleinwagen	MINI (2006, 2011/12)* City Modell, neue Marke? (2011)	A1 (2009)	Smart (2007, 2012)		
Standardlimousinen/ Coupes -Cabrios	Kompaktklasse 1er-Reihe (2004, 2011)	A3 (2003,2010)	A-/B-Klasse (2004 bzw. 2005, 2010/11) CLC (2008)	Prius** **** (2003/04, 2009)	Volvo C30 (2006, 2013)
	Mittelklasse 3er-Reihe (2005, 2012)	A4 (2007,2012)	C-Klasse (2007, 2014)	IS (2005) ES (2007)	X-Type (2001, 2009), Volvo S40/V50 (2004,2009)
	Oberer Mittelklasse 5er-Reihe (2003, 2010)	A6 (2004, 2010)	E-Klasse (2002, 2009)	GS (2005)**	S-Type/XF (1999, 2008) S60/V70/XC70 (2006,09)
	Coupes 6er-Reihe (2004, 2012)		CL-Klasse (2006, 2013)		XX (2006, 2014) C70 (2005,2013)
Oberklasse 7er-Reihe (2001, 2008)		A8 (2003,2009) Phaeton (2003, 2011)	S-Klasse (2005, 2012)	LS (2006)**	XJ (2003, 2011), Volvo S80 (2007, 2015)
Sportliche Mehrzweckfahrzeuge (SUV, Cross-Over-Modelle, Vans)	Kompakt-SUV MINI SUV (2010)	Q1 (2011) Q3 (2010)			
	Mittelklasse-SUV X1 (2011) X3 (2004, 2010)	Q5 (2008)	GLK (2008)		
	Oberer Mittelklasse-LSC, SUV LSC3 ****(2009)	Porsche Boxster (2011?) Q7 (2006,2013)		RX (1998)	
	Oberklasse-LSC, SUV's, Vans, Geländewagen X5 (2006, 2013)	Porsche Cayenne (2003, 2011)	G-Klasse (1979-?) GL-Klasse (2005,2013) M-Klasse (2005, 2013)		Volvo XC60 (2009) XC90 (2002, 2010)
	PAS**** (2009) X6 (2008)	Q6? (2011?) Lamborghini SUV? (2009?)	R-Klasse (2006, 2013)		
Sportcoupes mit 4 Türen	CS / Gran Turismo (2010)	Porsche Panamera (2009) A7 (2009)	CLS (2004,2012)		Aston Martin Rapide (2008)
Sportwagen	Kompakt-/Mittelklasse Z2 ?(2010)				
	Oberer Mittelklasse Z4 (2002, 2009)	Audi TT (2006, 2014), Porsche Boxster (2006, 2011), Cayman (2005, 2010), Audi R4 (2011)	SLK (2004, 2011)	SC (2001) FT-HS (2011?)	
	Ober-/Luxusklasse Z8/M10 ? (2011?)	Audi R8 (2006, 2016), Porsche 911 (2004,2012)	SL (2001,2008) SLR (2004) Flügeltürer (2010)		Aston Martin DB9 (2004, 2012), DB5 (2008) DBR (2005), V8 Vantage (2005, 2013), V12 (2001, 2012)
		Lamborghini Murciélago (2001) Lamborghini Gallardo (2003) Bugatti Veyron 16.4 (2005)			
Luxusfahrzeuge	Untere Luxusklasse "kleiner" RR (2011)	Bentley Continental Flying Spur (2005)	"kleiner" Maybach(2011)		Daimler (2003, 2011)
		Bentley Continental GT/GTC (2004, 2006)			
	Oberer Luxusklasse RR Phantom (2003) RR Phantom Drop-head (2007)	Bentley Arnage (1998), Azure (2006)	Maybach 57, 62 (2002)		

* Einführung der letzten Modellreihe / Voraussichtlicher Modellwechsel bzw. Neueinführung (falls bekannt oder einschätzbar) in Klammern

** werden auch mit Hybridantrieb angeboten

*** Prius könnte ab 2009 als eigene Marke von Toyota geführt werden

**** Konzept eines "PAS", Progressive Activity Sedan

Quelle : Automobilfachpresse, Wikipedia, BayernLB Research

► **Führende Marktpositionen**

In allen Geschäftsfeldern verfügt Daimler über eine führende Marktposition. Im LKW-Geschäft ist Daimler weltweit sogar klar die Nr. 1. Insgesamt verfügt der Konzern u.E. über nachhaltige Eintrittsbarrieren durch Größenvorteile und die in vielen Jahren aufgebaute Kundenbindung.

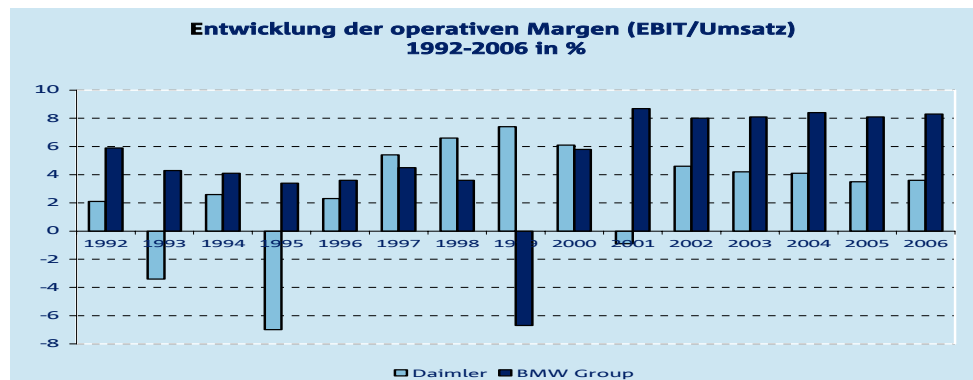
Marktstrukturen, Wettbewerbsaspekte und Daimler-Position nach Geschäftsbereichen

Geschäftsfelder	Marktstruktur	Wettbewerbsaspekte/Besonderheiten	Daimler-Marktposition
Mercedes-Benz Cars	Oligopol , Der Markt für Premium-/Luxusanbieter wird von wenigen Anbietern geprägt	Hohe Fixkosten, Gefahr von Sunk Costs durch Modellfehlentwicklungen Zyklische Nachfrage	Gehört zu den weltweit führenden Premium- und Luxusanbietern neben BMW, Audi und Lexus
Daimler Trucks	enges Oligopol	Regional deutlich differierende Märkte mit entsprechend variierenden Marken. Zyklische Nachfrage.	Weltweite Markführerschaft
Daimler Financial Services	Oligopol	Hohe Abhängigkeit vom reinen Fahrzeuggeschäft	Zählt zu den weltweit führenden Anbietern
Vans, Buses, Other	Oligopol	Hohe Fixkosten, regional differierende Märkte (Busse), zyklische Nachfrage	Zählt zu den weltweit führenden Anbietern
Konzern	Oligopol	Bestehende Eintrittsbarrieren, Nachfragezyklik	führende Positionen in allen Geschäftsfeldern

Quelle: Daimler, BayernLB Research

► **Margenerosion im Vgl. zu BMW,...**

Im Gegensatz zum Konkurrenten BMW waren die operativen Margen bei Daimler seit 1999 rückläufig, wie die folgende Graphik zeigt:



Quelle: Fahrzeughersteller, BayernLB Research

► **...aber die Aufholjagd hat bereits begonnen**

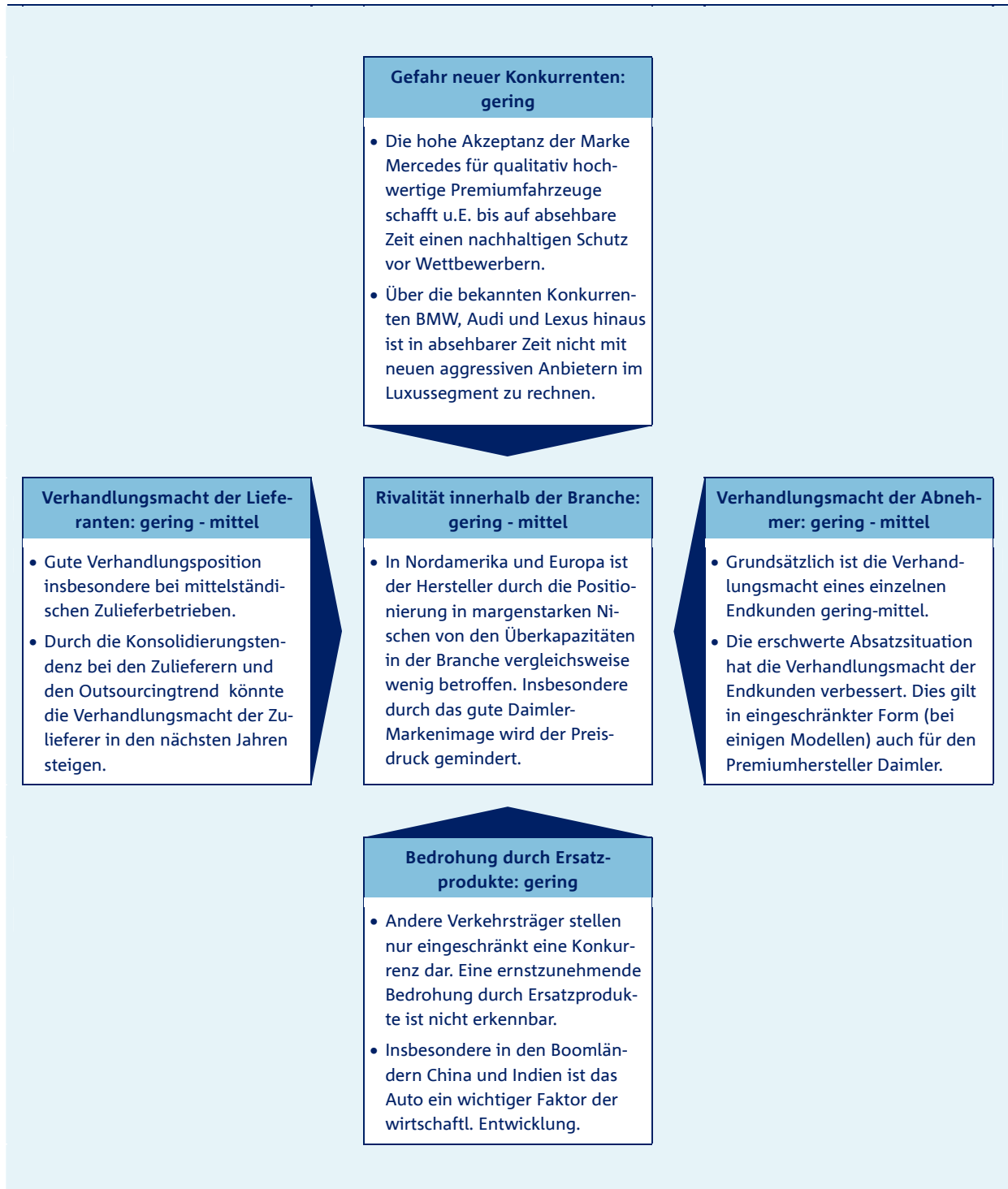
Mit der Abgabe des Chrysler-Geschäfts (80,1%) haben sich die Chancen verbessert, dass Daimler wieder das höhere BMW-Niveau (und das von Audi) erreicht. Wir kalkulieren unter AFC-Bedingungen mit einer Marge von 8,75 % (siehe Anmerkungen bei der Ertragswertanalyse).

► **Porter-Analyse**

Anhand der Porter-Analyse der so genannten fünf Kräfte (Gefahr neuer Konkurrenten, Rivalität innerhalb der Branche, Verhandlungsmacht der Lieferanten, Bedrohung durch Ersatzprodukte, Verhandlungsmacht der Abnehmer) möchten wir im Folgenden zunächst in relativ allgemeiner Form die Attraktivität des Daimler-Geschäfts abschätzen.

Wettbewerbsanalyse nach Porter

Daimler



Quelle: Daimler, BayernLB Research

► **Porter-Analyse:**
 Geringe bis mittlere Rivalität, relativ hohe Branchenattraktivität

Zusammenfassend ergibt die Analyse der fünf Kräfte nach Porter eine geringe bis mittlere Rivalität und damit eine relativ hohe Branchenattraktivität. Daimler ist weltweit bekannt für Premium- und Luxusfahrzeuge. Um die Eintrittsbarrieren für Daimler im PKW-Geschäft noch besser herausarbeiten zu können, werden wir sie im Folgenden noch in anderer Form systematisch aufbereiten.

Eintrittsbarrieren des Daimler-Konzerns im PKW-Geschäft

Art der Barriere	BMW, MINI, Rolls-Royce	Audi/Porsche Bentley u.a.	Mercedes-Benz, Maybach	Lexus
Brand Value*	x	x	x	x
Economic Value				
Größenvorteile Flexibilität und technischer Standard der Produktionsanlagen	xx	xx	x	x
Weltweiter Marktanteil anteil der Gesellschaft im Luxus- und Premiumsegment	xx	x	xx	x
Kundenbindung Langjährige Kundentreue durch Produktzufriedenheit... - hohe Qualitätsstandards (Sicherheit/Zuverlässigkeit)	xx	xx	xx	xx
- Unterhaltskosten (Versicherung, Steuern, Verbrauch)				
- Attraktivität (Design, Komfort, Fahrleistungen, Ausstattung)	xx	xx	xx	x
...und umfassenden Service (Vertragshändler)	xx	xx	xx	xx
Fazit	xx	xx	xx	x

* Bereitschaft, für die Produkte mehr zu zahlen als bei den Nicht-Premium-Konkurrenten

** ist vor allem dann von Bedeutung, wenn keiner oder nur ein geringer Schutz vor Wettbewerb durch Größenvorteile oder Kundenbindung besteht

Bewertung:

- x leichter Schutz vor Wettbewerb
- xx mittlerer Schutz vor Wettbewerb
- xxx sehr großer Schutz vor Wettbewerb

Quelle : BayernLB Research

► **Analyse der Eintrittsbarrieren**

Die Hauptquellen von Wettbewerbsvorteilen bei Daimler sind aus unserer Sicht:

1. Brand Value: Hierunter verstehen wir die Bereitschaft von Kunden, für die Produkte mehr zu zahlen als für vergleichbare Erzeugnisse der Massenhersteller ohne Premium-/Luxusimage. Dies schafft u.E. zumindest einen leichten Schutz vor Wettbewerb. Anhand vieler Testberichte ist abzulesen, dass die Daimler-Produkte zu den am besten bewerteten Fahrzeugen gehören. Gegenüber den Konkurrenten, die ebenfalls Premium- und Luxusfahrzeuge anbieten, ist der Aufpreis u.E. am Markt dennoch nur in einigen Segmenten deutlich erkennbar (z.B. bei der S-Klasse oder den SL-Coupes).
2. Economic Value

- **Größenvorteile:** Je flexibler die Produktionsanlagen und je höher der technische Stand der Produktionsanlagen, desto größere Kostendegressionseffekte dürften sich ergeben. Bei den Produktionsanlagen besteht noch Modernisierungsbedarf hinsichtlich der Flexibilität der Fertigungsstraßen (zum Bau verschiedener Fahrzeugtypen). Je höher der Marktanteil, desto größer ist die Fixkostendegression: Indikatoren für Größenvorteile bilden die jeweiligen Marktanteile in den verschiedenen Nischen der Premium-/Luxusmarktsegmente. Daimler ist in allen Segmenten gut vertreten, vor allem aber bei größeren Premiumfahrzeugen und in der Luxusklasse.
- **Kundenbindung:** Langjährige Kundentreue durch Produktzufriedenheit
 1. hohe Qualitätsstandards (Sicherheit, Zuverlässigkeit),
 2. Unterhaltskosten (Versicherung, Steuern, Verbrauch),
 3. Attraktivität (Design, Komfort, Fahrleistungen, Ausstattung) und

umfassenden Service (Vertragshändler).

► **Vorteile für Daimler: Marke „Mercedes-Benz“ und Kundenbindung**

Wesentlich ist u.E. vor allem die Bindung durch Gewohnheit an die Marke bzw. den Vertragshändler vor Ort. Insgesamt schneidet Daimler nach den oben genannten Kriterien vergleichsweise gut ab. Die Marke Mercedes gehört zu den weltweit bekanntesten Marken überhaupt und steht für Premium-/Luxus-Fahrzeuge. Die Kundenbindung wird auch durch sehr professionelle Werbungsaktivitäten u.a. kundenbegleitende Maßnahmen („Flyer“ der Vertragshändler und z.B. das hochwertig gestaltete monatlich erscheinende Kundenmagazin) unterstützt. Im Zuge des zunehmenden Wettbewerbs musste man bei Daimler lernen, die Produkte aktiver zu vermarkten (früher, d.h. bis in die 80er Jahre stand der Verkauf und das Marketing weniger im Vordergrund, da die hoch angesehenen Fahrzeuge „verteilt“ werden konnten. Die Kundenbindung erlaubte sehr lange Wartezeiten).

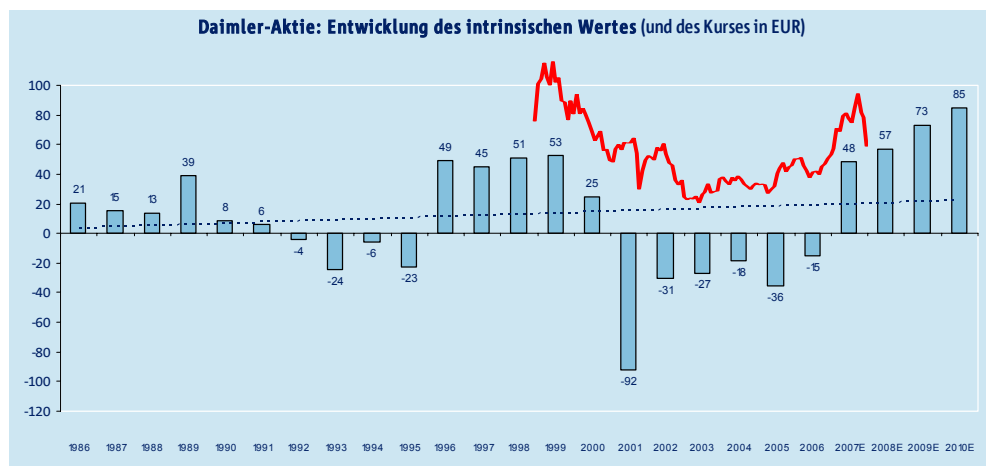
► **Leichter Schutz vor Wettbewerb**

Insgesamt besteht u.E. ein leichter Schutz vor Wettbewerb nicht zuletzt dank der erreichten guten Positionierung in den wachstumsträchtigen Premiumsegmenten des Automobilgeschäfts und dem langjährig aufgebauten Vertrauen der Kunden zur Marke nach den oben genannten Kriterien.

Entwicklung des intrinsischen Werts

► **Stark schwankende intrinsische Werte je Aktie seit 1986...**

Die langfristige Entwicklung des intrinsischen Werts (nach der Formel: $10 \cdot \text{EBIT} - \text{Nettoschulden}$) je Aktie seit 1986 zeigt deutlich schwankende Zahlen. Während in dem Jahr 1989 und 1996-1999 relativ hohe Werte erreicht werden, fielen 1992-1995 und 2001 bis 2006 negativ aus. Auch die Kursentwicklung verlief entsprechend der schlechten Performance (noch unter dem früheren Vorstandsvorsitzenden Schrempp) ungünstig aus.



Quelle: Daimler, BayernLB Research

► **...und Aufwärtspotenzial ab 2007E**

Mit der Trennung vom Chrysler unter dem neuen Vorstand (Zetsche) sehen die Ertragsperspektiven wieder deutlich günstiger aus. Die EBIT-Marge wird sich nach unserer Schätzung für das Geschäftsjahr 2007 bereits wieder auf 8,6% belaufen und damit fast das Vierfache des Vorjahreswertes von 2,2% erreichen, der noch die Chrysler-Zahlen enthielt. Bereits für das Jahr 2007 könnte der intrinsische Wert damit wieder bei 48 EUR liegen. Für die Folgejahre ist bei unseren Annahmen mit weiteren Verbesserungen des intrinsischen Wertes auf 57 EUR (2008E), 73 EUR (2009E) und 85 EUR (2010E) zu rechnen.

Bewertung

Im Folgenden gehen wir auf die Bewertungsverfahren Asset Value (AV) zu Wiederbeschaffungswerten, das Ertragswertverfahren und als Alternative das Wertermittlungsverfahren nach Prof. Penman näher ein.

Asset Value zu Wiederbeschaffungskosten

► **Buchwert: 37,67
EUR je Aktie**

Die Ermittlung des Asset Value zu Wiederbeschaffungswerten ist bei der Daimler AG mit Unsicherheiten behaftet. Es geht darum, den Wert des technischen Know Hows, das Firmenimage, das Händlernetz und die Steuerung des Unternehmens durch das Management angemessen zu berücksichtigen. Der Buchwert je Aktie beläuft sich auf 37,67 EUR je Aktie (Stand: 30.9.2007).

► **Fairer AV zu Wiederbeschaffungswerten: 47,20 EUR
je Aktie**

Wesentliche Änderungen gegenüber der Ausgangsbilanz betreffen die Bilanzpositionen Geschäftswerte und immaterielle Vermögenswerte und die Sachanlagen. Bei den Geschäftswerten und immateriellen Vermögenswerten haben wir die Forschungs- und Entwicklungskosten der letzten drei Jahre zugrunde gelegt. Bei den Sachanlagen gingen wir bei der Ermittlung der Sachinvestitionen genauso vor (siehe Detailangaben unten). Die große Kundenbindungskraft der Marken haben wir durch den Ansatz der Vertriebskosten berücksichtigt (siehe Detailangaben unten).

Daimler AG: Asset Value zu Wiederbeschaffungswerten

in Mio. EUR	GB 2007* * 30.09.	Wiederbeschaffungswert	Annahmen / Änderungen
Aktiva	140.891	151.912	
Anlagevermögen	73.579	84.600	
Geschäftswerte u. Immat. Vermögenswerte	5.030	12.876	Statt des Bilanzansatzes setzen wir hier den geschätzten Wert des Produktportfolios der Daimler AG an: Die geschätzten Wiederbeschaffungskosten wurden anhand der der F&E-Kosten der letzten drei Jahre ermittelt (angesichts eines Produktzyklus von fünf bis sieben Jahren u.E. ein sehr konservativer Ansatz).
			Mercedes-Benz Cars 7.185
			Daimler Trucks 4.485
			Daimler Financial Services 0
			Vans, Buses, Other 1.207
			Summe 12.876
Sachanlagen	15.464	18.639	Die SA sind geschäftsnotwendig und u.E. von höherem Wert für einen externen Erwerber (trotz u.E. vorhandener Produktivitätsreserven sind die Fertigungsstrukturen vergleichsweise modern und das Potenzial der Ingenieure hoch). Statt des Bilanzansatzes setzen wir hier einerseits den vorsichtig geschätzten Wert der Sachinvestitionen an: Die geschätzten Wiederbeschaffungskosten der Anlagen wurden anhand der Sachinvestitionen der letzten drei Jahre ermittelt (angesichts eines Produktzyklus von fünf bis sieben Jahren u.E. ein sehr konservativer Ansatz).
			Mercedes-Benz Cars 5.692
			Daimler Trucks 2.773
			Daimler Financial Services 74
			Vans, Buses, Other 1.600
			Summe 10.139
			Um andererseits die Kundenbindungskraft (ein Erwerber würde auch über das gut ausgebaute Händlernetz und die langjährigen Kundenbeziehungen verfügen) zu berücksichtigen, haben wir die geschätzten Vertriebskosten für das Jahr 2007E zusätzlich angesetzt (sehr vorsichtiger Ansatz von nur einem Jahr, ein mehrjähriger Ansatz wäre ebenfalls plausibel angesichts der Bedeutung der Marke(n), deren Renomee durch jahrzentelange Erfolge gesteigert wurde). 8.500
Finanzanlagen	5.469	5.469	
Vermietete Gegenstände u.a.	47.616	47.616	
Umlaufvermögen	62.505	62.505	
Vorräte	14.922	14.922	
Ford. aus Lieferungen und Leistungen	6.762	6.762	
Übrige Ford. und so. Vermögenswerte	20.527	20.527	
Cashbestand	20.294	20.294	
Latente Steuern, Sonstiges	4.807	4.807	
Passiva	140.891	151.912	
Fremdkapital	103.667	103.667	
Anteile Dritter	1.510	1.510	
Rückstellungen	20.778	20.778	
Finanzschulden	68.810	68.810	
Verb. aus Lieferungen und Leistungen	7.826	7.826	
RAP, Latente Steuern, Sonstiges	4.743	4.743	
Eigenkapital	37.224	48.245	
Netto-Wiederbeschaffungswert		48.245	
Vermögenswerte		151.912	
- Verbindlichkeiten		-103.667	
Anzahl Aktien		1022,1	
Netto-Wiederbeschaffungswert je Aktie		47,20	

Quelle: Daimler, BayernLB Research

Earnings Power Value

► Fairer EPV-Wert je Aktie (ohne Wachstum): 76,27 EUR

Die Ermittlung des Earnings Power Value (EPV) zielt im Gegensatz zu den DCF-Bewertungsverfahren auf die Abdiskontierung von Gewinnen ab, die unter zukünftigen Normalbedingungen erzielbar sind. Für den Daimler-Konzern ist nach unseren Annahmen eine Normal-EBIT-Marge (unter zukünftigen Normalbedingungen nach der Lösung vom Chrysler Geschäft, AFC-Marge) von 8,75% nachhaltig erzielbar. Dabei haben wir unterstellt, dass die Effizienzsteigerungsmaßnahmen weiter umgesetzt werden, das Unternehmen seine traditionellen Stärken nutzt (u.a. das hohe Ansehen der Kernmarke

Mercedes-Benz) und kein markanter Nachfrageeinbruch (sowie keine überraschende neue Abschwächung des US-\$) eintritt. Für die Division Mercedes hat Daimler ein operatives Margenziel von 10% veröffentlicht, das bis zum Jahr 2010 erreicht sein soll.

Die Kapitalkosten (WACC) vor Steuern errechnen sich aus einem Eigenkapitalkostensatz vor Steuern von 14,85% (der Eigenkapitalkostensatz nach Steuern in Höhe von 9,65% ist in der Risikoanalyse aufgeführt, siehe unten), der mit der Eigenkapitalquote von 27,5% gewichtet wurde. Die Fremdkapitalkosten (vor Steuern) wurden mit 5,75% geschätzt. Nach Division des EBIT von 9.095 Mio. EUR mit den Kapitalkosten vor Steuern (8,25%) ergibt sich ein EV von 110.204 Mio. EUR (siehe unten) und ein Wert des Eigenkapitals (nach Abzug der Nettoverschuldung in Höhe von insgesamt 33.248 Mio. EUR, Ansatz für das Jahr 2008e) von 77.956 Mio. EUR. Dies entspricht einem EPV je Aktie ohne Wachstum von 76,27 EUR.

Unternehmenswert (ohne Wachstum)

Unternehmenswert =	$\frac{\text{Normal-EBIT}}{\text{WACC vor Steuern}}$
Unternehmenswert =	$\frac{9.095}{8,25\%}$
Unternehmenswert =	110,2 Mrd. EUR

Quelle : BayernLB Research

Aufgrund der nach unseren Berechnungen nicht wertgenerierenden Entwicklung in der Vergangenheit berücksichtigen wir hier den Wert des Wachstums nicht. Bei Porsche und BMW haben wir den Wert des Wachstums mit einbezogen, da der Track Record ein positives Ergebnis zeigte (auch bei Toyota dürfte die Berechnung des Wachstumswertes gerechtfertigt sein).

Bewertungsfazit (je Aktie):

1. AV zu Wiederbeschaffungskosten: 47,20 EUR
2. EPV (ohne Wachstum): 76,27 EUR

► **Bewertungsfazit:**
Fairer Wert von
76,27 EUR

Aufgrund der guten Wettbewerbsposition (in allen Segmenten ist Daimler führend vertreten) setzen wir den Ertragswert von 76,27 EUR je Aktie in voller Höhe als fairen Wert an.

Penman:

► **Alternativrechnung nach Prof. Penman: 77,77 EUR bzw. 78,00 EUR (Marktkonsens)**

Als alternative Ermittlungsmethode kommt auch die sog. Penman- Formel (Grundlage: Seminarunterlagen Financial Statement Analysis and Security Valuation, General Electric Beispielrechnung von Prof. Penman) in Betracht. Als Opportunitätskosten werden hier 9,65% unterstellt, die der Eigenkapitalrendite nach Steuern entspricht. Als Wachstumsrate wurde vorsichtig nur 2% angenommen. Die eigenen Nettogewinn- und Dividendenschätzungen wurden ohne Korrektur übernommen. Der Buchwert je Aktie bildet den ersten Block der Berechnung und wurde anhand der Bilanz vom 30.9.2007 ermittelt. Er beträgt 37,67 EUR und ist besonders leicht und sicher ermittelbar. Im zweiten Block werden die Gewinn- und Dividendenschätzungen für die Jahre 2008E und 2009E zusätzlich berücksichtigt, die auch noch relativ sicher ermittelbar sind. Relativ spekulativ ist der dritte Block, der auf den langfristigen Gewinnwachstumsannahmen beruht (der Growth-Wertanteil macht im Zuge unserer Wachstumsannahme von 2% nur fast 8 EUR oder rd. 10% aus).

Wert der Daimler-Aktie anhand der eigenen Schätzungen

Penman-Formel (EUR)	2007E	2008E	2009E
Block 1: Buchwert je Aktie (BjA) (sicher ermittelbar)	37,67		
Nettogewinn je Aktie		6,23	7,21
Dividende je Aktie		2,00	2,25
BjA	37,67	41,90	46,86
Residualgewinn je Aktie		2,595	3,165
	+		
Block 2 (relativ sicher ermittelbar)	32,28		
	+		
Block 3 (spekulativ):	7,82		
	=		
Wert je Aktie (Block 1-3)	77,77		

Annahmen: Opportunitätskosten von 9,65%, unterstellte Wachstumsrate von 2%

Quelle : Seminarunterlagen Prof. Penman, BayernLB Research

Auf Grund unserer eigenen Prognose ergibt sich ein fairer Wert von 77,77 EUR je Aktie nach dieser Berechnungsmethode.

Wert der Daimler-Aktie anhand der Konsensschätzungen

Penman-Formel (EUR)	2007E	2008E	2009E
Block 1: Buchwert je Aktie (BjA) (sicher ermittelbar)	37,67		
Nettogewinn je Aktie		6,20	7,20
Dividende je Aktie		2,28	2,38
BjA	37,67	41,59	46,41
Residualgewinn je Aktie		2,565	3,186
	+		
Block 2 (relativ sicher ermittelbar)	32,45		
	+		
Block 3 (spekulativ):	7,87		
	=		
Wert je Aktie (Block 1-3)	78,00		

Annahmen: Opportunitätskosten von 9,65%, unterstellte Wachstumsrate von 2%

Quelle : Seminarunterlagen Prof. Penman, BayernLB Research

Bei Verwendung von Konsenszahlen wäre der Wert mit 78,00 EUR leicht höher. Da unsere Schätzungen nur sehr leicht vom aktuellen Konsens abweichen, ist dieses Ergebnis nicht überraschend.

Diese Werte nach der Formel von Prof. Penman bewegen sich damit auf einem ähnlichen Niveau wie der von uns ermittelte Ertragswert unter AFC-Bedingungen (von 76,27 EUR).

Risikoanalyse

Die Bestimmung des fairen Wertes der Daimler AG erfolgt einerseits durch die Berechnung des Gewinns unter zukünftigen Normalbedingungen, andererseits u.a. durch den Diskontierungssatz, der sowohl die aktuelle Zinshöhe als auch das unternehmensspezifische Risiko berücksichtigt. Im Rahmen der Risikoanalyse schätzen wir anhand wichtiger Beurteilungskriterien das Unternehmensrisiko, welches letztlich für die Bestimmung der Eigenkapitalkosten herangezogen wird. Dabei unterteilen wir die Kriterien in fünf Kategorien, in denen wir dem Unternehmen eine Risikostufe zuordnen (auf der Skala von 0 „kein Risiko“ bis 10 „hohes Risiko“). Bevor wir die Ergebnisse in einem Scoring-Modell zusammenfassen, stellen wir jene Aspekte dar, die für die Einschätzung des Risikos der Daimler AG von besonderer Bedeutung sind.

Risiken aus politischen und gesellschaftlichen Entwicklungen

- Daimler ist von der Entwicklung der weltwirtschaftlichen Rahmendaten abhängig. Nicht vorhersehbare wirtschaftspolitische Eingriffe können auf einzelnen Märkten die Geschäftsentwicklung beeinträchtigen. Durch die weltweite Aktivität der Gruppe und eine detaillierte Marktbeobachtung versucht die Daimler AG, diesen Risiken angemessen Rechnung zu tragen.
- Geopolitische Konflikte können eine nachhaltige Belastung der Konsumenten- und Investorenstimmung auslösen.
- Ein weiteres Anziehen der Rohölpreise würde sich negativ auf die Produktionskosten und die Kaufbereitschaft der Kunden auswirken (im Zuge der Ölkrise halbierte sich der Absatz der S-Klasse-Fahrzeuge in den Jahren 1974-1977 gegenüber dem Ausgangsniveau von 1973).
- Anhaltender politischer Aktionismus, auch von Seiten der EU, könnte die Absatzperspektiven gehobener Premiumfahrzeuge verschlechtern.
- Die markt- und steuerpolitisch beeinflusste Entwicklung der Treibstoffpreise (Beispiel: Deutschland) sowie steigende Vorgaben zur Verbrauchs- und Emissionsreduktion stellen hohe Anforderungen an die Motoren- und Produktentwicklung.

Chancen-/Risiken-Analyse des Absatzmarktes und Beurteilung der Branchenattraktivität

- Daimler verfügt durch seine langjährige Firmenhistorie und der hohen Akzeptanz seiner Premium- und Luxusprodukte über einen sehr großen Bekanntheitsgrad.

- Viele Kunden sind nach wie vor bereit, eine Prämie gegenüber Wettbewerbsfahrzeugen für die Modelle der Daimler AG zu zahlen. Dies gilt u.E. insbesondere für vergleichbare Modelle der Massenhersteller.
- Durch die Trennung von Chrysler kann sich das Unternehmen wieder auf seine Kernkompetenz fokussieren.
- Die Produktauffächerung nach unten (A-Klasse, smart) erhöhte die Risiken. Langfristig könnte hierdurch z.B. die Marke Mercedes verwässert werden. Das Premiimage könnte sinken, wenn die Attraktivität und Qualität der Fahrzeuge nicht mehr dem hohen Anspruch entsprechen würde.
- Der geschäftliche Fortbestand von Zulieferern und Händlern ist durch den gestiegenen Druck auf den Beschaffungs- und Absatzmärkten gefährdet. Sollten wichtige Zulieferer ausfallen, könnte sich dies negativ auf die Produktion und den Absatz der Fahrzeuge und damit den Gewinn des Gesamtunternehmens auswirken.
- Aufgrund des Preisdrucks haben effizienzsteigernde Maßnahmen an Bedeutung gewonnen. Angesichts der Teilevielfalt sind hier noch Synergien zu heben, ohne die Qualität zu beeinträchtigen.
- Die Attraktivität der Branche hat durch Rabattaktionen, die durch den intensiven Wettbewerb ausgelöst wurden, in den letzten Jahren gelitten. Die Märkte sind nach wie vor von Überkapazitäten geprägt. Insbesondere auf dem US-Automarkt ist ein äußerst harter Verdrängungswettbewerb zu beobachten. Die Finanzierungsangebote und Verkaufsanreize wurden in den letzten Jahren ausgeweitet. Sollte die Nachfrage stärker als bisher unterstellt einbrechen, könnten die Verkaufsförderungsaktivitäten noch zunehmen und damit die Margen weiter unter Druck geraten.

Stärken-/Schwächen-Analyse des Unternehmens

- Die Daimler AG gehört weltweit zu den führenden Anbietern von Premium- und Luxusfahrzeugen. Mercedes zählt zu den renommiertesten Marken im Fahrzeugbau. Nach der Abgabe des Chrysler-Geschäfts wird die Refokussierung auf die klassischen Stärken der Gesellschaft u.E. wieder leichter fallen.
- Insbesondere in den Premium- und Luxussegmenten, die höhere Margen versprechen, ist der Konzern gut positioniert. Positiv fiel Mercedes durch die verbesserte Fahrzeugqualität auf (z.B. anhand der jüngsten ADAC-Pannenstatistiken).
- Wechselkursrisiken ergeben sich vor allem durch Veränderungen des US-\$.

- Das fixkostenintensive Geschäftsmodell ist relativ anfällig bei konjunkturell bedingten Nachfrageausfällen oder dem möglichen „Flop“ eines neuen Fahrzeugmodells. Die Daimler-Erträge sind in hohem Maße von dem Erfolg bestimmter Volumenmodelle abhängig, für die langjährige Forschungs- und Entwicklungsarbeiten notwendig sind.

Finanzielle Lage des Unternehmens

- Mit 27,5% (30.9.2007, Gj. 2006: 17,2%) ist die Eigenkapitalquote im Branchenvergleich gut akzeptabel. Das Liquiditätspolster ist mit einem Kassenbestand von 20,3 Mrd. EUR (30.9.2007) (8,4 Mrd. EUR Gj. 2006) sehr groß.
- Das Wechselkursrisiko wird durch Absicherungsgeschäfte abgemindert. Anhand fortlaufend überprüfter Devisenkursereignungen mit Devisentermin- und Devisenoptionsgeschäften erfolgt eine schrittweise Absicherung durch das Unternehmen.
- Liquiditäts- und Zinsänderungsrisiken wird durch derivative Finanzinstrumente und fristenkongruente Finanzierung begegnet. Mit dem zunehmenden Leasinggeschäft wächst für die Daimler AG volumenbedingt das Restwertrisiko aus der Vermarktung der Fahrzeuge, die nach Vertragsablauf bei der Daimler AG verbleiben.
- Commodity-Preis-Risiken: Beschaffungsseitigen Risiken begegnet das Unternehmen durch ein nach eigenen Angaben gezieltes Commodity- und Supplier-Risk-Management.
- Falls die technisch anspruchsvollen Daimler-Produkte nicht bestimmungsgemäß funktionieren, unterliegt die Gesellschaft einem entsprechenden Produkthaftungs- und Gewährleistungsrisiko.
- Die Gesellschaft ist an einer Reihe von Gerichtsverfahren beteiligt, die aus der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit entstanden sind. Diese Verfahren haben nach Managementangaben aber keinen nachhaltigen Einfluss auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Konzerns.

Beurteilung der Managementqualität

- Das Management verfügt über eine sehr große Branchenerfahrung. So ist z.B. der Vorstandsvorsitzende Zetsche langjährig im Unternehmen tätig und kann große Erfolge vorweisen (z.B. die Chrysler-Sanierung, die sich im Zuge der verschärften Rahmenbedingungen mit steigenden Ölpreisen aber nicht als nachhaltig erwies und zum Verkauf führte).

- Durch das Fehlen eines größeren Anteilseigners (größte Eigner: Kuwait und Deutsche Bank mit Quoten von 7% bzw. 5%) ist der Handlungsspielraum des Managements vergleichsweise groß. Die Tätigkeit (und „Performance“) des früheren Vorstandsvorsitzenden Schrempp löste eine umfangreiche Diskussion um die angemessene Form des „Corporate Governance“ aus.

Risikoanalyse

Beurteilungskriterien	Gewichtung	Risikostufe	Gewichteter Risikobeitrag
Unternehmensspezifische Risiken aus politischen/gesellschaftlichen Entwicklungen	20%	5	1,00%
Chancen/Risiken des Absatzmarktes und Beurteilung der Branchenattraktivität	25%	7	1,75%
Stärken/Schwächen des Unternehmens	25%	4	1,00%
Finanzielle Lage des Unternehmens	15%	3	0,45%
Beurteilung der Managementqualität	15%	3	0,45%
Risikoaufschlag			4,65%

Quelle: BayernLB Research

Zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten des Daimler AG Konzerns addieren wir den ermittelten Risikoaufschlag in Höhe von 4,65 Prozentpunkten zur langfristigen durchschnittlichen sicheren Anlage in Höhe von 5,0% (langjähriger Durchschnitt 10-jähriger Bundesanleihen in Höhe von 3,0% zuzüglich der langfristig erwarteten durchschnittlichen Inflationsrate in Deutschland in Höhe von 2,0%). Damit betragen die Eigenkapitalkosten (nach Steuern), die im Rahmen unserer Unternehmensbewertung in den gewichteten Gesamtkapitalkostensatz einfließen, 9,65%.

Allgemeiner Hinweis:

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 31.01.2008. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Die Bayerische Landesbank hat organisatorische Vorkehrungen in Übereinstimmung mit den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen getroffen, um Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen unternehmensinterne Informationsschranken, die den Analysten den Zugang zu Insiderinformationen versperren.

Die Bayerische Landesbank unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Postfach 50 01 54, 60391 Frankfurt.

Für diese Publikation wurde der Schlusskurs an folgendem Börsenplatz herangezogen:

Daimler Frankfurt Stock Exchange

Die Aktualisierung erfolgt Anlass bezogen, auf das Einstellen der Coverage wird vorab hingewiesen.

Bitte beachten Sie auch die Hinweise auf unserer Webseite www.bayernlb.de unter Research.

Bewertungshinweis

* BayernLB Value Research – Empfehlungssystematik der wertorientierten Aktienanalyse (modifizierter Value Ansatz Graham'scher Prägung)

Definitionen/Prämissen

Fairer Wert	Der faire Wert entspricht dem Aktienkurs, bei dem das Unternehmen – unter der Annahme normalisierter zukünftiger Bedingungen – nach klassischen Value-Kriterien angemessen bewertet ist.
„Margin of Safety“	Die „Margin of Safety“ („Sicherheitsspanne“) ist die Differenz zwischen dem gegenwärtigen Aktienkurs und dem fairen Wert (gemessen als Abschlag vom fairen Wert, wenn gilt: Aktienkurs < fairer Wert).

Indikativer Zeithorizont der Anlageempfehlung: 24 Monate

Bedeutung der Empfehlungen

Kaufen	Die „Margin of Safety“ ist größer als 20%.
Halten	Die „Margin of Safety“ liegt in der Spanne von 0% bis einschließlich 20%.
Verkaufen	Der faire Wert liegt unter dem gegenwärtigen Aktienkurs.

Letzte abweichende Empfehlung (innerhalb der vergangenen 12 Monate)

18.05.2007 Unternehmen aktuell Halten

Verteilung der Empfehlungen

Verteilung der Empfehlungen der letzten drei Monate insgesamt und für die Unternehmen, für die in den letzten 12 Monaten Investmentbanking-Dienstleistungen erbracht wurden.

Verteilung aller Empfehlungen

Kaufen	Übergewichten	Halten	Neutral	Verkaufen	Untergewichten
37%	4%	41%	5%	8%	5%

Verteilung aller Empfehlungen auf Emittenten, für die in den letzten 12 Monaten Investment Banking-Dienstleistungen erbracht wurden

Kaufen	Übergewichten	Halten	Neutral	Verkaufen	Untergewichten
37%	4%	26%	11%	7%	15%

Die Verteilung bezieht sich auf alle Aktien, Unternehmensanleihen, Covered Bonds und Staatsanleihen, für die das Research der BayernLB eine Empfehlung ausspricht.

Hinweis auf mögliche Interessenkonflikte

- 3) Die Bayerische Landesbank bzw. ein mit ihr verbundenes Unternehmen war innerhalb der vorangegangenen 12 Monate an der Führung eines Emissionskonsortiums von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand der vorliegenden Publikation sind.

Disclaimer für Länder außerhalb Deutschlands

Diese Publikation ist nicht für eine Veröffentlichung in Ländern und eine Verteilung an Personen bestimmt, wenn die Verteilung, Veröffentlichung oder Verwendung den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Bestimmungen des jeweiligen Landes zuwiderlaufen würde und die Bayerische Landesbank dadurch einer Eintragungs- und Lizenzverpflichtung unterläge. **Insbesondere ist diese Publikation nicht für eine Verteilung in den USA, Kanada und Japan bestimmt. Sie ist lediglich für eine Verteilung in den Ländern Deutschland, Österreich, Schweiz, Niederlande, Italien, Dänemark, Norwegen, Finnland, Portugal, Ungarn, Schweden, Spanien und Großbritannien im Rahmen der unten beschriebenen Einschränkungen bestimmt.**

Diese Publikation ist urheberrechtlich geschützt. Die Vervielfältigung von Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung der Bayerischen Landesbank. Alle Warenzeichen, Servicebezeichnungen und Logos, die in dieser Publikation verwendet werden, sind Warenzeichen bzw. Servicebezeichnungen oder eingetragene Warenzeichen bzw. Servicebezeichnungen der Bayerischen Landesbank.

Diese Publikation wurde ohne Mitwirkung der jeweiligen Emittenten, die Gegenstand der Publikation sind, erstellt.

Diese Publikation dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf, Verkauf oder der Zeichnung von Finanzinstrumenten dar. Einzelheiten zu der Ausgestaltung der erwähnten Finanzinstrumente sind dem jeweiligen Verkaufsprospekt zu entnehmen.

Diese Publikation wird in **Großbritannien** durch die Bayerische Landesbank verteilt; sie ist nicht als Aufforderung für eine Anlageentscheidung im Sinne von § 21 des britischen Financial Services and Markets Act 2000 ("FSMA") zu verstehen. Soweit diese Publikation eine Aufforderung darstellen sollte, so ist diese nur gerichtet an:

- (i) "Investment Professionals" im Sinne von § 19(5) des britischen Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (in der jeweils gültigen Fassung; the "Financial Promotion Order"); oder
- (ii) Personen, die unter § 49(2)(a) bis (d) der Financial Promotion Order fallen; und
- (iii) alle sonstigen Personen, an die die Publikation zulässigerweise für die in § 21 FSMA genannten Zwecke gerichtet werden darf ("relevant persons").

Personen, die nicht zu dem vorstehenden Personenkreis gehören, können sich nicht auf diese Publikation stützen und auf ihrer Basis Anlageentscheidungen treffen.

Diese Publikation wird in **Italien** durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an "professional investors" (institutionelle Investoren) gemäß den dortigen gesetzlichen Bestimmungen verteilt.

Diese Publikation wird in der **Schweiz** durch die Bayerische Landesbank gemäß den dortigen gesetzlichen Bestimmungen verteilt.

Diese Publikation wird in **Finnland** durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an „professionelle Investoren“ gemäß der Definition des Finnischen Securities Market Act (495/1989, wie ergänzt) verteilt.

Diese Publikation wird in **Ungarn** durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an institutionelle Anleger versandt, welche die Risiken einer Geldanlage in Wertpapieren kennen. Diese Publikation ist nicht als Veranlassung zu sehen, ein Investment-Engagement einzugehen, Wertpapiere zu zeichnen oder zu kaufen. Der Versand dieser Publikation ist ebenfalls nicht als Erteilung einer Anlageberatung bzw. -empfehlung ("befektetési ajánlás") im Sinne des Gesetzes Nr. CXX von 2001 über Kapitalmärkte, Ziffer 81 (2) f, zu verstehen.

Dr. Ulrich Horstmann, CEFA
Senior Analyst
Automobil
Transport/Luftfahrt & Logistik
Tel +49 89 2171 21873
Ulrich.Horstmann@bayernlb.de

Redaktion:
Bayerische Landesbank
Unternehmensbereich 5700
80277 München (= Briefadresse)
research@bayernlb.de

Geschäftsgebäude:
Bayerische Landesbank
Brienner Straße 18
80333 München (= Paketadresse)
Tel +49 89 2171-21762
Fax+49 89 2171-21799
www.bayernlb.de