DIY Investor

Segment: Automotive

Volkswagen AG: Die Doomsday-Prognose des Marktes

EV-Rampup, Wettbewerb aus China, US-Zölle: Was bringen die Gegenmaßnahmen?

Axel Kalthoff, CFA | April 2025

STRENG VERTRAULICH UND RECHTLICH GESCHÜTZT | © / COPYRIGHT:
DIY Investor / RNWY GmbH. Alle Rechte vorbehalten.

Executive Summary

Marktbewertung deutlich unter Substanzwert: *Das Automobilgeschäft wird vom Markt trotz positiver Ertrags- und Cash Flow-Zahlen mit nahezu Null bewertet.*

Die aktuelle Marktbewertung der Volkswagen AG lässt sich nur schwer mit den finanziellen Fundamentaldaten des Konzerns in Einklang bringen. Trotz eines operativen Ergebnisses von 15,9 Mrd. EUR und eines Free Cash Flows von ~5 Mrd. EUR im Jahr 2024 liegt der implizite Marktwert des Automobilgeschäfts – ausgehend von einer Bewertung des Finanzdienstleistungsbreichs auf Basis des Buchwerts – bei lediglich ~0–5 Mrd. EUR.

Wettbewerbsdruck durch chinesische Hersteller nimmt zu: *Chinesische OEMs verfügen über signifikante Kosten- und Technologievorteile.*

Die zunehmende Marktdurchdringung chinesischer All-Electric OEMs in Europa sowie die strukturellen Kostenvorteile (u. a. durch vertikale Integration, Subventionen und BEV-optimierte Plattformen) erhöhen den Wettbewerbsdruck. Der Kostenvorteil gegenüber europäischen Herstellern liegt laut verschiedenen Quellen bei 30–40%.

Zusätzliche externe und interne Herausforderungen belasten das Ergebnis: *CO_2-Vorgaben, strukturelle Überkapazitäten und geopolitische Risiken führen zu Ergebnisrisiken.*

Neben dem Wettbewerbsdruck wirken sich strengere CO_2-Vorgaben, mögliche Strafzölle auf US-Importe sowie strukturelle Effizienzdefizite (hoher Overhead, steigende Personalkosten, Unterauslastung europäischer Werke) negativ auf die Ergebnisentwicklung aus.

Basisszenario zeigt stark abnehmende Ergebnisentwicklung bis Ende der Dekade: *Im „Keine Gegenmaßnahmen"-Szenario ergibt sich ein potenzielles Nullergebnis im Jahr 2029.*

Unter konservativen Annahmen führt die Kombination aus Marktanteilsverlusten, Kostensteigerungen und regulatorischen Anforderungen zu einem EBIT nahe Null im Jahr 2029 für das Automobilgeschäft. Die wichtigsten Treiber sind BEV-bezogene Margenbelastungen, Rückgänge in China und zusätzliche Kosten aus Strafzöllen.

Konzernleitung reagiert mit umfangreichem Maßnahmenpaket: *Kostensenkungen, neue Plattformstrategien und regionale Partnerschaften sollen Abhilfe schaffen.*

Zu den geplanten Gegenmaßnahmen zählen u. a. Einsparungen in Höhe von >15 Mrd. EUR p.a., die Einführung der SSP-Plattform ab 2028, die „In China, for China"-Strategie sowie der Aufbau einer eigenen Batteriefertigung. Zusätzlich ist eine modulare Softwarearchitektur geplant. Die Umsetzung dieser Maßnahmen wird erfolgsentscheidend sein.

Marktpreis reflektiert derzeit ein hohes Maß an Skepsis: *Die aktuelle Bewertung setzt geringe Wirkung der Maßnahmen voraus.*

Die niedrige Bewertung des Konzerns impliziert, dass der Kapitalmarkt derzeit nicht von einer erfolgreichen Umsetzung der eingeleiteten Transformation ausgeht. Gleichzeitig bleibt festzuhalten: Sollte ein Großteil der geplanten Maßnahmen greifen, besteht signifikantes Bewertungs- und Ergebnispotenzial.

Inhaltsverzeichnis

1 Intro: Volkswagen AG Basics 6

2 Ausgangssituation: Die Doomsday-Prognose des Marktes 11

3 Die historische Bedrohung aus China 14

3.1 Wettbewerbsvorteile der chinesischen All-Electric OEMs 16

3.1.1 Fahrzeug-Architektur und Software 17

3.1.2 Design-to-Cost-Ansatz: Exzessiver Fokus auf Kosteneffizienz 22

3.1.3 Hohe Wertschöpfungstiefe und optimierte Supply Chain 23

3.1.4 Niedrige Arbeitskosten 26

3.1.5 Skalenvorteile durch Massenproduktion 28

3.1.6 Staatliche Subventionen 29

3.2 Ergebnis: China mit Ex-Works Kostenvorteil von ca. 30-40% 31

3.3 What's next? Mögliche Auswirkungen des Kostennachteils 32

3.3.1 Europa und Rest der Welt 33

3.3.2 China 35

4 Weitere Herausforderungen und „Headwinds" für VW 37

4.1 CO2-Grenzwerte der EU und ggf. Strafzahlungen 37

4.2 Hohe und steigende Kosten, Überkapazitäten und geringe Effizienz 41

4.3 Potenzielle Strafzölle auf Importe in die USA 43

5 Auswirkungen auf Gewinn und Cash Flow im „Weiter so"-Szenario 47

6 Automobilgeschäft Volkswagen: Quo Vadis? ... 49
6.1 High-Level Perfomanceziele des VW-Konzerns ... 49
6.2 Strategische und operative Gegenmaßnahmen des Vorstands ... 52
6.2.1 Modelloffensive ab 2025 / 26 ... 52
6.2.2 „In China, for China“-Strategie ... 54
6.2.3 VW: Einsparungen in der Größenordnung von >15 Mrd. EUR pa ... 57
6.2.4 Einsparungen bei Audi und Porsche ... 58
6.2.5 Aufbau einer eigenen Batteriefertigung ... 58
6.3 „Enabler“ der Effizienzsteigerungen und Kostensenkungen ... 62
6.3.1 Einheitliche Fahrzeug-Architektur für alle Fahrzeuge (außer China) ... 62
6.3.2 Entwicklung von Markt-spezifischen Software-Architekturen ... 64
7 Bewertung der Maßnahmen und Implikationen auf Marge und Cash Flow ... 67
7.1 Aggregierte Sicht auf den zukünftigen EBIT des Automobilbereichs ... 68
7.2 Maßnahmenrealisierung und Szenario-Analyse ... 69
7.3 Resultierender nachhaltiger Cash Flow ... 72
8 Deep Dive Finanzdienstleistungen ... 76
8.1 Organisationsstruktur des Konzernbereichs Finanzdienstleistungen ... 76
8.2 Wesentliche Kennzahlen ... 77
8.3 Funktionsweise des Geschäftsmodells ... 79
8.4 Bewertung des Bereichs Finanzdienstleistungen ... 83
9 Bringing it all together: Bewertungsszenarien und wesentliche Take Aways ... 91
10 Mögliche Kurstreiber / Catalysts ... 98
11 Disclaimer ... 100
12 Weitere Ressourcen ... 102
Über DIY Investor ... 103

1 Intro: Volkswagen AG Basics

Die Volkswagen AG zählt mit einem Absatz von rund 9,0 Mio. Fahrzeugen im Geschäftsjahr 2024 zu den größten Automobilherstellern der Welt. Das Unternehmen vereint unter seinem Dach eine breite Palette an Marken, darunter Volkswagen, Audi, Porsche, Škoda, Seat/Cupra, Lamborghini, Bentley sowie die Nutzfahrzeugmarken VW Nutzfahrzeuge, MAN und Scania.

Im Geschäftsjahr 2024 erzielte Volkswagen mit diesem Marken einen Gesamtumsatz i.H.v. ~322 Mrd. EUR und erwirtschaftete eine operative Marge i.H.v. ~5,9%, was einem operativen Ergebnis von ~19,9 Mrd. EUR entspricht.

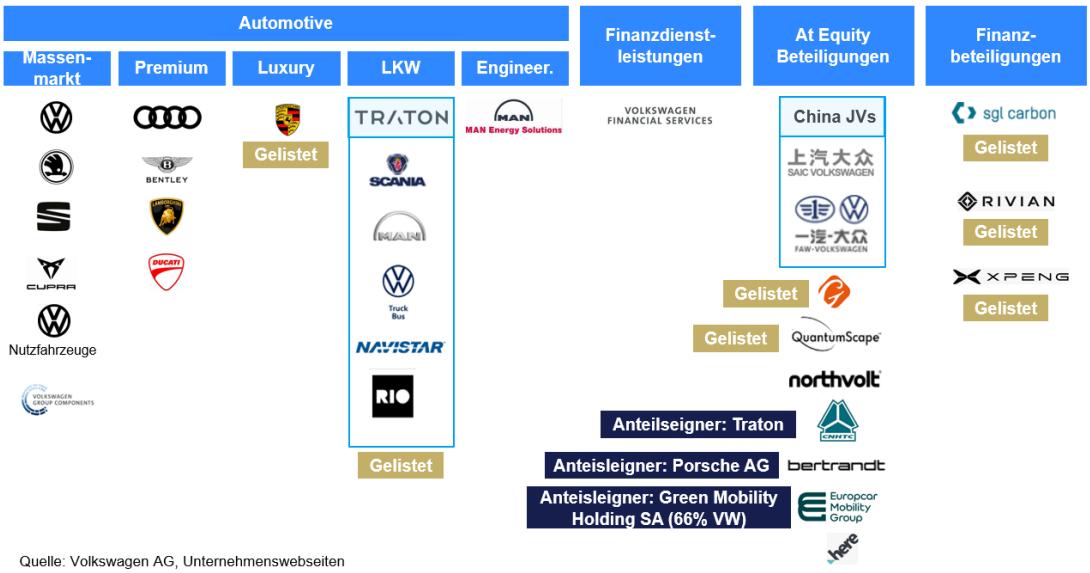


Abbildung 1: Aktuelle Konzernstruktur der Volkswagen AG; Quelle: Volkswagen AG, eigene Recherche

Entsprechend der obigen Darstellung lassen sich die Geschäftstätigkeiten der Volkswagen AG in drei wesentliche Teilbereiche unterteilen:

1. **Automobilgeschäft:** Das Automobilgeschäft (Konzernbereich Automobile) umfasst die Produktion von Pkw, leichten Nutzfahrzeugen und Trucks sowie die dazugehörige Komponentenfertigung. Darüber hinaus gehören das Batteriegeschäft (PowerCo) sowie die Softwareentwicklung (über das Tochterunternehmen CARIAD) zu diesem Segment. Mit einem Anteil von ~90% am Gesamtumsatz bildet das Automobilgeschäft außerdem das Herzstück des Konzerns.

   Trotz des intensiven Wettbewerbs und der kostenintensiven Umstellung auf die Produktion vollelektrischer Fahrzeuge (BEVs – Battery Electric Vehicles) erwirtschaftete das Automobilgeschäft in 2024 ein operatives Ergebnis i.H.v. 15,9 Mrd. EUR bzw. einen Netto-Cash Flow i.H.v. ~5,0 Mrd. EUR (Free Cash Flow-Marge ~2%).

   Das Geschäft operiert dabei mit negativen Working Capital, was tendenziell eine verstärkende Wirkung auf die Cash Conversion Rate hat. Aktuell verfügt der Automobilbereich über ein Nettofinanzguthaben (bzw. eine negarive Nettofinanzverschuldung) i.H.v. ~11 Mrd. EUR.

   Weiteres Charakteristikum des Automobil-Bereichs: Bei einem Teil der großen Marken handelt es sich um eigene börsengelistete Unternehmen, an denen Volkswagen die Mehrheit besitzt und die deshalb im Jahresabschluss der Volkswagen AG vollkonsolidiert werden. Der Vorteil hierbei: Es gibt auch für Einzelmarken einen beobachtbaren Marktpreis. Zu diesen wesentlichen Beteiligungen gehören die Audi AG, die Porsche AG (nicht zu verwechseln mit der Porsche Automobil Holding SE, die in der Hierarchie noch eine Stufe über der Volkswagen AG steht) und die Traton SE.

2. **Finanzdienstleistungen:** Neben der Fahrzeugproduktion besitzt der Volkswagen-Konzern noch einen eigenen Finanzdienstleistungsbereich, welcher u.a. die Finanzierung von Fahrzeugkäufen, die Lang- und Kurzzeitvermietung von Fahrzeugen (inkl. Service- und Wartungsverträgen) sowie die Bereitstellung von Versicherungslösungen umfasst.

   Operativ weist dieses Segment eher die Merkmale einer Bank als die eines Automobilherstellers auf. So werden Zinsaufwendungen beispielsweise als operative Aufwendungen verbucht.

Im Geschäftsjahr 2024 erwirtschaftete der Bereich Finanzdienstleistungen ein operatives Ergebnis i.H.v. ca. 3,1 Mrd. EUR. Das bilanzielle Eigenkapital lag zum Ende des Geschäftsjahres bei ca. 45 Mrd. EUR.

3. **(At Equity)-Beteiligungen:** Der Volkswagen-Konzern hält zudem verschiedene strategische Minderheitsbeteiligungen an Unternehmen, die nicht direkt in die Konzernbilanz einfließen.

   Die mit Abstand wichtigsten dieser Beteiligungen sind die drei so genannten „China-JVs“, also die Gemeinschaftsunternehmen mit den traditionellen chinesischen OEMs SAIC und FAW. Zusammengenommen produzierten diese JVs im Jahr 2024 ca. 2,7 Mio. Fahrzeuge. Im Konzern-Abschluss werden die Beteiligungen als Bestandteil des At Equity Ergebnisses in der Konzern-GuV ausgewiesen. Im operativen Cash Flow ist die jeweils zugeflossene Dividende (in 2024 ca. 2,4 Mrd. EUR) enthalten.

   Neben den China-JVs hält die Volkswagen AG außerdem eine ganze Reihe weiterer kleinerer Beteiligungen. Erwähnung finden sollten hier insbesondere die frisch eingegangenen Beteiligungen an bzw. JVs mit den All-Electric OEMs Rivian (USA) und XPeng (China).

Über die letzte Dekade hat sich der operative Gewinn der wesentlichen Geschäftsfelder recht unterschiedlich entwickelt:

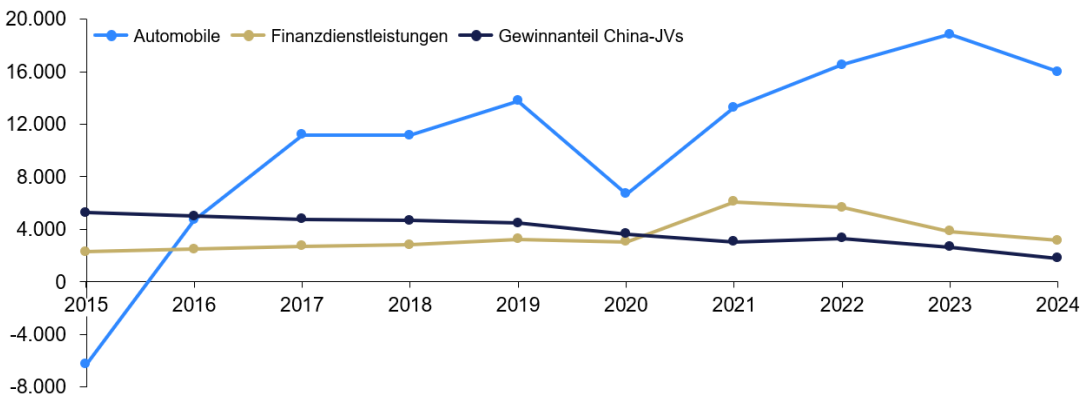


Abbildung 2: Entwicklung operativer Gewinn der wesentlichen Konzern-Geschäftsfelder [Mio. EUR]; Quelle: Geschäftsberichte Volkswagen AG

Die Gewinnentwicklung des Konzernbereichs Automobile auf der einen Seite kann als recht volatil bezeichnet werden, was insbesondere auf verschiedene Sondereinflüsse über die letzte Dekade zurückzuführen ist (Dieselgate in 2015-16, Corona in 2020-22, Elektrifizierung ab 202x).

Im Gegensatz dazu erscheint das Geschäft mit den Finanzdienstleistungen sehr stabil. Ledigleich in den Jahren 2021 und 2022 gabe es aufgrund der Corona-Pandemie eine gewisse nicht nachhaltige Sonderkonjunktur.

Das China-Geschäft auf der anderen Seite ist durch einen stetig abnehmenden Ergebnisbeitrag gekennzeichnet, und zwar nicht erst seit dem Aufkommen der chinesischen All-Electric OEMs wie BYD, XPeng oder Xiaomi. Die langfristige Entwicklung deutet auf einen sehr wettbewerbsintensives Marktumfeld hin, womit wir uns später noch tiefergehender beschäftigen werden.

Als wesentliche Message sollte hier zunächst aber vor allem eines hängenbleiben: Trotz der vielen aktuellen Herausforderungen erwirtschaftet der Volkswagen-Konzern bisher ein stabil positives Ergebnis in der Größenordnung von ~20 Mrd. EUR (was man von den chinesischen OEMs nicht unbedingt behaupten kann).

Das Gleiche gilt mit Abstrichen auch für den freien Cash Flow, hier dargestellt für das Automobilgeschäft (Hinweis: Für die China-JVs weichen Dividendenzahlung und Gewinnanteil nicht so stark voneinander ab, für den Bereich Finanzdienst-leistungen lässt sich die Kennzahl aufgrund des Bank-Geschäftsmodells nicht sinnvoll ermitteln):

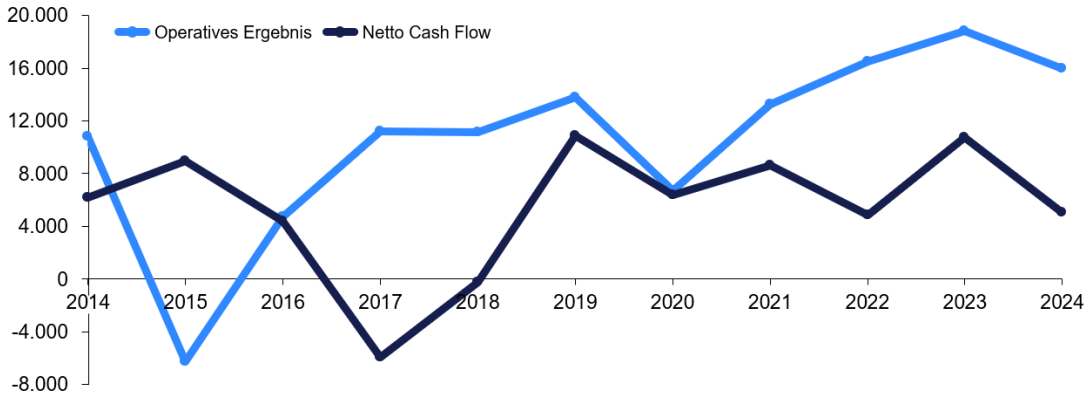


Abbildung 3: Entwicklung operatives Ergebnis und Netto Cash Flow Konzernbereich Automobile; Quelle: Geschäftsberichte Volkswagen AG

Wie man sehen kann, spielen die Sondereffekte auch bei der Cash Flow-Entwicklung eine gewisse Rolle. Die negativen Cash Flows in den Jahren 2017 und 2018 z.B. sind vor allem auf Zahlungen im Rahmen des Dieselskandals zurückzuführen (in dem Zeitraum wurden die im Jahr 2015 gebildeten Rückstellungen wieder aufgelöst). Aktuell spielen die weiter ansteigenden Investitionen in die Elektromobilität eine gewisse Rolle.

Der nachhaltig positive Cash Flow des Automobilgeschäfts hat außerdem dazu geführt, dass der Konzernbereich quasi keine Schulden auf der Bilanz hat. Tatsächlich verfügt der Konzernbereich aktuell sogar über ein Nettofinanzguthaben i.H.v. ~11 Mrd. EUR (für den Finanzdienstleistungebereich lässt sich die Kennzahl nicht sinnvoll ermitteln, da die Verschuldung quasi zum Geschäftsmodell gehört und eher wie ein Rohstoff betrachtet werden muss).

Für den Gesamtkonzern bedeutet das ein sehr geringes finanzielles Risiko und ein Investment Grade Rating von allen großen Agenturen:

Agentur		Debt / EBITDA (2023)	Rating (2024)
S&P Global Ratings	Standard & Poor's	0,2x	BBB+
MOODY'S RATINGS	Moody's	1,6x	Baa1
FitchRatings	Fitch	n/a	A-

Abbildung 4: Aktuelle Ratings der Volkswagen AG; Quelle: Investorpräsentationen, Unternehmenswebseite

Über eine mögliche Überschuldung oder ein aufkommendes Liquiditätsproblem müssen wir uns also bei der Volkswagen AG bis auf Weiteres keine Sorgen machen.

2 Ausgangssituation: Die Doomsday-Prognose des Marktes

Mit Stand Frühjahr 2025 bewertet der Markt das Eigenkapital der Volkswagen AG mit etwa 45-50 Mrd. EUR (je nach Woche und aktuellem Sentiment). Diese Zahl ergibt sich aus der Multiplikation der rund 500 Mio. ausstehenden VW-Aktien (Vorzüge und Stämme) mit dem aktuellen Aktienkurs von etwa 90-100 EUR.

Eine genauere Betrachtung der Konzernstruktur zeigt allerdings eine gewisse Diskrepanz in der Bewertung der einzelnen Geschäftsbereiche.

Wenn wir im ersten Schritt einmal annehmen, dass der Konzernbereich Finanzdienstleistungen (größter Bestandteil: Volkswagen Group Mobility) aufgrund der Mark-to-Market-Bilanzierung weitgehend zum fairen Wert in der Bilanz steht, dann reflektieren die 45 Mrd. EUR an ausgewiesenem Eigenkapital in diesem Segment auch seinen Marktwert.

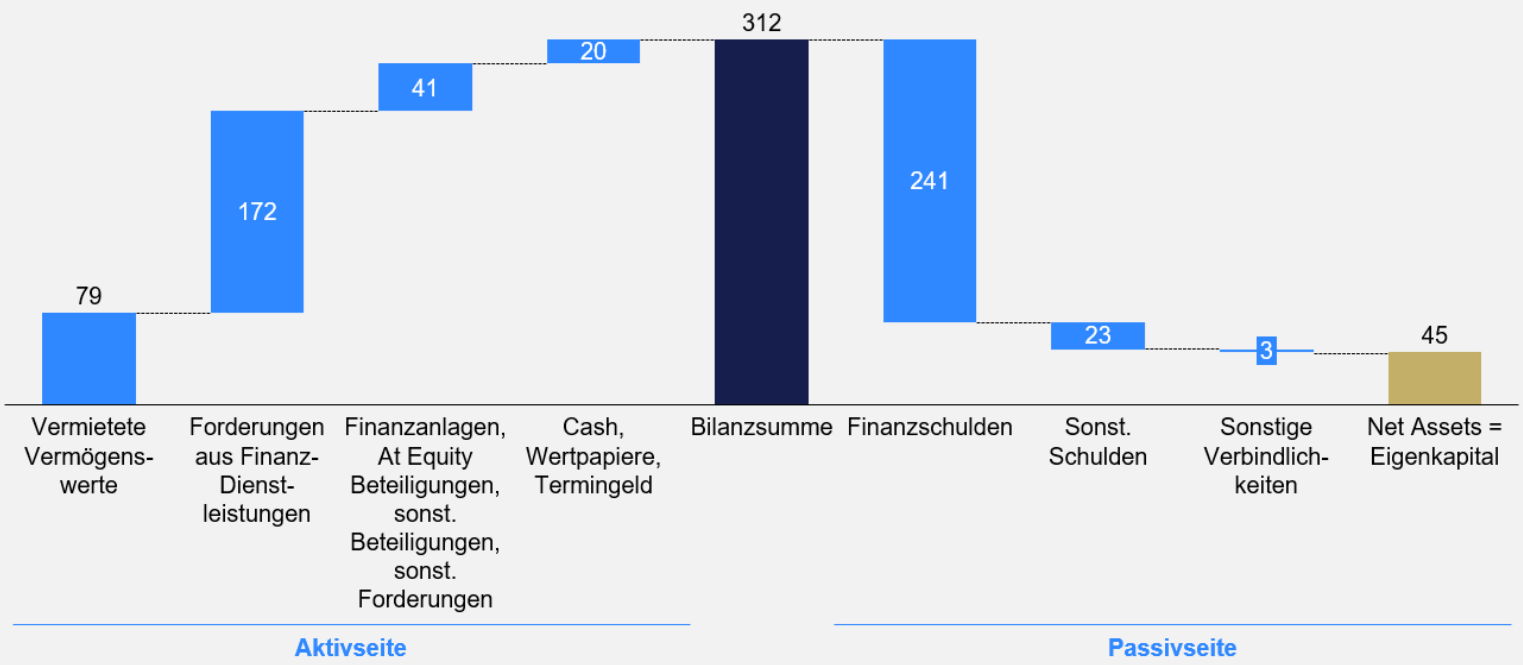


Abbildung 5: Bilanzstruktur Konzernbereich Finanzdienstleistungen 2024 [Mrd. EUR]; Quelle: Geschäftsbericht Volkswagen AG

Das bedeutet im Umkehrschluss, dass der Markt das verbleibende Automobilgeschäft sowie die verschiedenen Beteiligungen – darunter insbesondere die drei großen China-JVs mit SAIC und FAW – aktuell mit gerade einmal 0-5 Mrd. EUR bewertet.

Diese Bewertung erscheint – trotz der mittelmäßigen finanziellen Performance des Unternehmens – erstmal relativ niedrig zu sein.

Allein das Automobilgeschäft hat im Geschäftsjahr 2024 ein operatives Ergebnis von rund 15,9 Mrd. EUR erzielt und dabei einen freien Cash Flow i.H.v. ~5,0 Mrd. EUR erwirtschaftet – was einer Cash Conversion Rate (CCR) von ~31 % entspricht.

Setzt man für das Automobilsegment einmal einen fairen, wachstumsbereinigten Bewertungsmultiplikator von etwa dem Fünffachen des freien Cash Flows an (entspricht einer Discount Rate von 20%), würde sich für den Unternehmenswert dieses Bereichs eine Bewertung von rund 25 Mrd. EUR ergeben.

Der Markt erwartet also offenbar, dass sich die Finanzkennzahlen des Konzerns in den nächsten Jahren substanziell verschlechtern und die Cash Flows des Auto-Geschäfts im Grunde genommen gegen Null tendieren werden… oder – ich greife

hier schonmal etwas vor – dass die durch das Management definierten Maßnahmen nur eine Luftnummer sind und im Grunde *nichts* davon tatsächlich umgesetzt wird.

Diese Bewertung erscheint vor dem Hintergrund der aktuellen Geschäftszahlen und der dominanten Marktstellung der Volkswagen AG als einer der größten Automobilhersteller der Welt beim ersten Hinschauen nicht nachvollziehbar.

Um einmal etwas besser zu verstehen, warum der Markt das Autogeschäft nach wie vor so gering bewertet, schauen wir uns zunächst einmal die wesentliche Ursache für die große Unsicherheit im Hinblick auf die zukünftige Performance des Volkswagen-Konzerns an: Die Bedrohung durch die chinesischen All-Electric OEMs (allen voran BYD), die nur wenige Marktbeobachter in der Intensität und Geschwindigkeit haben kommen sehen.

3 Die historische Bedrohung aus China

Der Volkswagenkonzern (Marken VW, Audi und Skoda) war historisch gesehen mit einem Marktanteil von round about 20% stets der größte OEM auf dem chinesischen Markt (jedenfalls über die letzten zwei Dekaden). Der Marktangang funktionierte dabei größtenteils über die Anfang der 2000er Jahre gegründeten Gemeinschaftsunternehmen (Joint Ventures) mit den lokalen und in Staatseigentum befindlichen OEMs SAIC und FAW, teilweise aber auch über Importe. Inzwischen betreibt Volkswagen in Anhui auch ein Werk, welches sich mehrheitlich (zu 75%) im Besitz der Volkswagen AG befindet und daher vollkonsolidiert in den Jahresabschluss einfließt.

Exporte von in China produzierten Verbrennern fanden aufgrund der nicht vergleichbaren Qualität über den gesamten Zeitraum i.W. nicht statt. D.h. Volkswagen (und andere internationale OEMs) stellten das Know-How zur Verfügung und die JVs konzentrierten sich mit ihren Verbrennungsmotoren i.W. auf den Heimatmarkt.

Mit dem Aufkommen der BEVs (Battery Electric Vehicles) und der chinesischen All-Electric OEMs (BYD etc.) hat sich dieses Bild in den letzten 2-3 Jahren vollständig gewandelt:

- Bereits heute erreichen die batterieelektrischen Fahrzeuge *bei den Neuwagenverkäufen in China* einen Marktanteil von mehr als 50%, was das Land weltweit zum führenden Markt („Leitmarkt“) in Bezug auf die Elektrifizierung der Pkw-Flotte macht (der chinesische 5-Jahres-Plan hatte die Erreichung dieses Ziels übrigens erst für das Ende der Dekade

vorgesehen). Zum Vergleich: In Europa liegt der BEV-Anteil aktuell nur bei knapp über 10%

- Im europäischen Markt machen chinesische OEMs inzwischen bereits ca. 20-25% der neu zugelassenen BEVs aus, d.h. BYD & Co. exportieren inzwischen fast 400.000 Elektrofahrzeuge pro Jahr aus China in die Europäische Union. Und das, obwohl sie noch nicht über ausgebaute Händlernetzwerke verfügen

Dabei ist der hohe BEV-Marktanteil vor allem auf die bereits heute vergleichsweise günstigen Preise von Elektrofahrzeugen in China zurückzuführen (im Jahr 2024 ca. 5% Preisvorteil ggü. einem vergleichbaren Verbrennermodell):

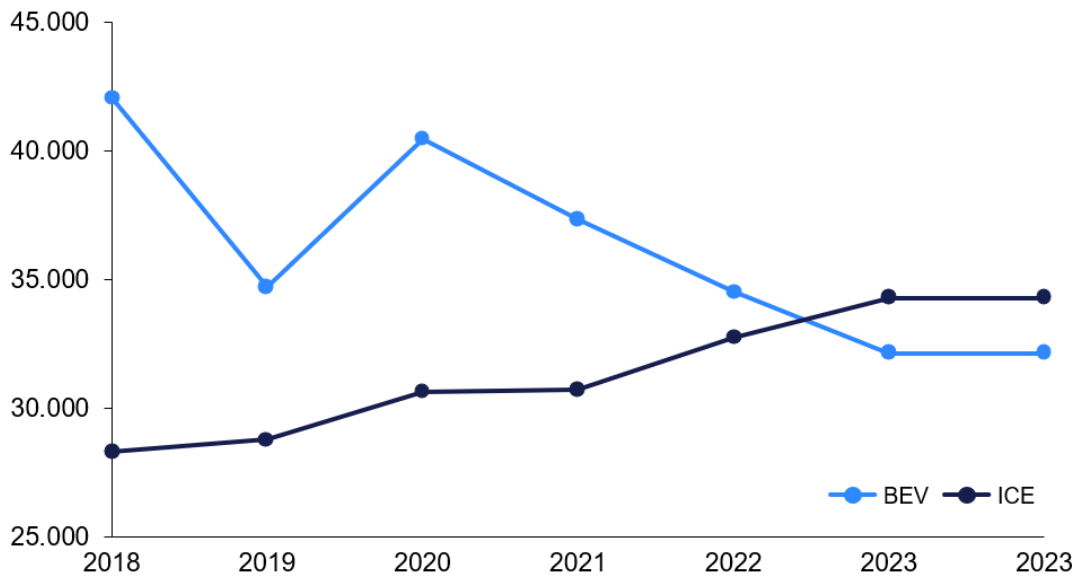


Abbildung 6: Entwicklung der Fahrzeugpreise in China nach Antriebsart [USD je Fahrzeug]; Quelle: Bloomberg NEF

In Europa agieren BYD und Co. eher opportunistisch und passen ihre Preise größtenteils dem europäischen Niveau an bzw. legen sich knapp darunter. Kostenseitig haben die chinesischen All-Electric OEMs (und auch Tesla) aktuell mutmaßlich noch einen substanziellen Vorteil.

Gehen wir einmal auf die wesentlichen Technologie- und Kostenvorteile von Tesla und der chinesischen All-Electric OEMs ein.

3.1 Wettbewerbsvorteile der chinesischen All-Electric OEMs

Es ist inzwischen eine industrieweit anerkannte Tatsache, dass sowohl Tesla als auch die chinesischen All-Electric OEMs bestimmte Dinge anders bzw. besser machen als der globale Wettbewerb (was ja zugegebenermaßen durch die Umstellung zum BEV erst ermöglicht wurde).

Stand heute haben sich die chinesischen All-Electric OEMs in mehrere wesentlichen Bereichen einen Vorsprung herausgearbeitet (den die traditionellen OEMs inklusive der Volkswagen AG erst noch aufholen müssen). Dieser Vorsprung basiert insbesondere auf:

- einem für ein Elektrofahrzeug optimierten und skalierbaren Design (Fahrzeugarchitektur und Software-Stack)
- einem teilweise exzessivem Fokus auf Kosteneffizienz (Design-to-Cost Ansatz)
- einer im Vergleich sehr hohen Wertschöpfungstiefe (Produktion von Batteriezellen und -packs sowie E-Motoren etc. inhouse) sowie einem lokal kostenoptimierten Sourcing von Teilen und Komponenten inklusive eines optimierten Rohstoffeinkaufs (Stichwort vertikale Integration)
- niedrigen lokalen Arbeitskosten
- Skalenvorteilen durch den bereits erfolgten Ramp-Up der Produktion (BYD hat bereits einen reinen BEV-Absatz von ca. 1,8 Mio. Fahrzeugen und expandiert gerade global)

Darüber hinaus profitieren die chinesischen All-Electric OEMs von einer ganzen Reihe an staatlichen Subventionen, die – laut EU-Wettbewerbskommission – einen Vorteil i.H.v. 15-20% vom Gesamtumsatz ausmachen können (für einzelne OEMs sogar noch mehr).

Und… nicht zu vergessen: Die Qualität der Fahrzeuge ist durchaus mit der eines deutschen Fahrzeugs vergleichbar. In mancherlei Hinsicht (Fahrgefühl, „Experience“) sind die chinesischen BEVs sogar inzwischen weiter vorne, wie z.B. auch deutsche Nutzer bestätigen:

Wie ist es möglich, dass ein so junges chinesisches Unternehmen die Deutschen Konkurrenten in fast allen Belangen (Reichweite, Ladezeiten, Ausstattung, Verarbeitung, Haptik, Software, Garantiezeiten…) DEUTLICH hinter sich lässt und dann noch 30-50% günstiger angeboten wird? – Alex Graf (Kassenzone Podcast) auf LinkedIn nachdem er einen XPeng getestet hat

Laut der Aussage des CEO von BYD, Wang Chuanfu, sind die Chinesen den traditionellen OEMs bei der Entwicklung der BEVs um ca. 3-5 Jahre voraus:

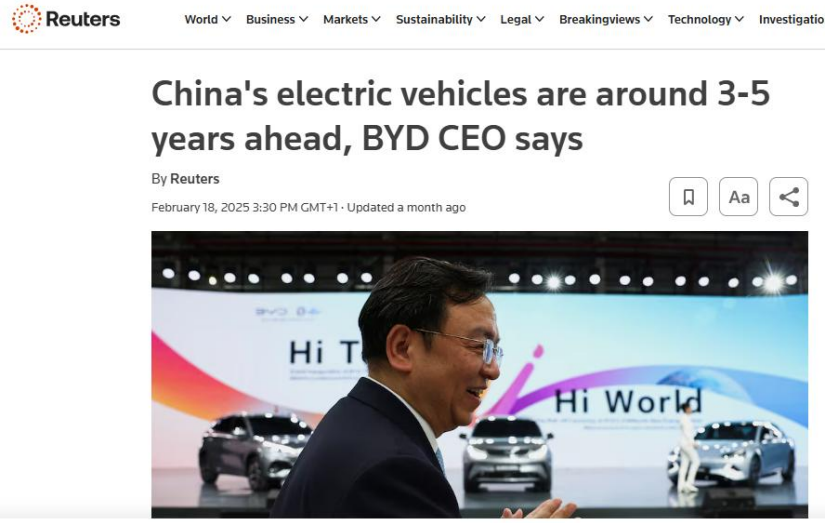


Abbildung 7: Reuters Artikel zu den Vorteilen der chinesischen All-Electric OEMs; Quelle: Reuters

Gehen wir also einmal etwas detaillierter auf die einzelnen Punkte ein… wobei wir dabei nicht vergessen sollten, dass vieles auch eng miteinander zusammenhängt.

3.1.1 Fahrzeug-Architektur und Software

Autokäufer schätzen typischerweise eine gewisse Vielfalt. Gerade wenn es wie bei Volkswagen um den Absatz von mehr als 9 Mio. Fahrzeugen geht, muss der OEM im Grunde für jeden Geschmack ein passendes Angebot parat haben (was Design, Motorisierung und auch Features angeht).

Für den OEM ist diese Produktvielfalt hingegen teuer. Jede Entwicklung kostet Zeit und Geld. Daher versuchen die OEMs gewisse Fahrzeugkomponenten über alle

Modelle hinweg einheitlich auszugestalten und damit auch positive Skaleneffekte gegenüber den kleineren Herstellern zu generieren.

Eine solche einheitliche Plattform bzw. ein solcher einheitlicher Baukasten berücksichtigt typischerweise die folgenden Bauteile (Quelle: mobile.de):

- *Chassis:* Bestimmte Abstände sind festgelegt und können (jedenfalls innerhalb einer Modell-Generation) nicht verändert werden (z.B. der Abstand zwischen Radmitte der Vorderachse und A-Säule, die Neigung des Motors oder die Position und Größe der Batterie)
- *Motoren* unterscheiden sich in vielen Fällen nur in den Abmessungen und werden in verschiedene Fahrzeuge eingebaut (bei Polo und Passat ist beispielsweise lediglich die Software unterschiedlich)
- *Antrieb*: Schaltgetriebe bzw. Automatikgetriebe oder Bremsanlage sind stark vereinheitlicht
- *Infotainment-Systeme:* Infotainment-Systeme sind in vielen Fällen komplett identisch. Der Zugang zu bestimmten Komponenten (z.B. Navi, AppleCar) wird ausschließlich über die Software gesteuert

Irgendwo muss der OEM aber immer auch einen Kompromiss eingehen. Eine Kombination von Verbrenner- und BEV-Baukästen – was die großen OEMs anfangs versucht hatten – hat sich als zu ineffizient für beide Technologien herausgestellt (Batterie und Verbrennungsmotor nehmen zu viel Platz weg, die Anforderungen an die Verkabelung etc. sind diametral unterschiedlich etc.).

Daher: Trotz höherer Anfangsinvestitionen – in Form von Ingenieurstunden, neuen Werkzeugen usw. – zeigen sich die Vorteile von „nativen“ EV-Plattformen gegenüber integrierten Ansätzen inzwischen sehr deutlich… weshalb mittlerweile im Grunde genommen alle großen OEMs mit neuen „BEV only“-Plattformen arbeiten bzw. auf diese umstellen (genau dieser Umstand – das ursprüngliche Engineering von E-Autos auf Basis bestehender Verbrennerplattformen – hat die etablierten OEMs stark zurückgeworfen).

VW nutzt aktuell den modularen Elektrobaukasten (MEB) sowie die Premium Platform Electric (PPE). Die nächste Plattform-Generation, die Scalable Systems Platform (SSP), soll ab 2028 in den ersten Fahrzeugen zum Einsatz kommen.

Was sind also die Vorteile dert Nutzung einer nativen BEV-Plattform und aus welchem Grund könnte es ggf. noch Jahre dauern, bis VW und Co. ihren Rückstand wieder wettgemacht haben?

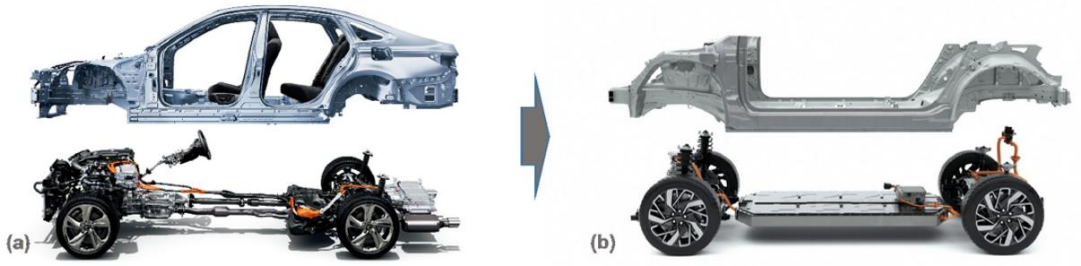


Abbildung 8: Vergleich typischer Verbrenner- und BEV-Plattform; Quelle: Batterydesign.com

Die Fahrzeugarchitektur vollständig auf ein EV-Konzept auszurichten, ohne nach wie vor veraltete Elemente von Verbrennungsmotoren berücksichtigen zu müssen, bedeutet im Durchschnitt wie gesagt weniger Kompromisse und mehr Flexibilität insbesondere im Hinblick auf Architektur und Rohbau (vgl. hierzu auch den Insights from Vehicle Teardown-Artikel von McKinsey aus 2019):

- Es kann ein größeres Battery Pack integriert und damit eine größere Reichweite erzielt werden (weil keine Integration des Akkupacks in bestehende Strukturen)
- Der EV-Antriebsstrang kann weiter integriert und große Teile der Leistungselektronik in einer geringen Anzahl an Modulen zusammengefasst werden (Beispiel Kabelstrang: Hier gibt es heute integrierte und gewichtsreduzierende Konzepte für die Verbindung von Batterie, E-Motor, Leistungselektonik und Wärmemanagement). Darüber hinaus können einfachere und effizientere Wärmemanagement-Lösungen zum Einsatz kommen (ggf. ohne jegliche Schnittstellen)
- Die elektronische Steuerungsarchitektur kann zentralisiert werden (dann nur noch ca. 3-4 Zentralrechner im Fahrzeug), was die Softwareentwicklung signifikant erleichtert, einfachere Over-the-Air Updates ermöglicht und die Herstellkosten senkt (bessere Effizienz der Verkabelung, stärkere Bündelung, weniger Verbindungen und Protokolle, „leane“ Entwicklung durch weniger Schnittstellen und involvierte Zulieferer / Teams sowie vereinfachte Prozesse)

Die durchschnittlichen Entwicklungs- und Vorinvestitionen für ein neues Fahrzeugmodell liegen bei den traditionellen Automobilherstellern in einer Größenordnung von typischerweise ein bis mehreren Mrd. EUR (je nach Modellsegment). Die Entwicklungszeit beträgt dabei in der Regel etwa vier bis fünf Jahre (genannt wurde für bestimmte VW-Modelle eine Zahl von 52 Monaten).

Im Vergleich dazu konnten die chinesischen All-Electric OEMs ihre Entwicklungsprozesse aufgrund der fortschrittlicheren Architektur bereits erheblich optimieren. Beispielsweise investiert BYD zwar ebenfalls hohe Beträge in die Entwicklung neuer Fahrzeugplattformen bzw. Fahrzeuge (angeblich ca. 100.000 Mitarbeitende im R&D-Bereich), jedoch in einem deutlich verkürzten Zeitrahmen von 18 bis 24 Monaten.

Der technologische Fokus liegt hierbei insbesondere auf der Integration von Batterietechnologien (z.B. durch das eigene Batterieunternehmen FinDreams) und der Entwicklung eigener Softwarelösungen.

> **The core competitiveness of Chinese EVs comes from mass manufacturing capability, rather than the assembly capabilities. - Liu Xueliang, general manager of BYD Asia-Pacific auto sales division**

In puncto Software besteht der Vorteil der chinesischen All-Electric OEMs (und auch von Tesla) im Einsatz der so genannten zonalen Architektur (versus der traditionell eingesetzten Steuerung nach Domänen).

Kurz zur Einordnung:

Bei der *Domänenarchitektur im Auto* (in der folgenden Darstellung links dargestellt) werden elektronische Steuergeräte (ECUs) nach Funktionen oder "Domänen" gruppiert – zum Beispiel Antrieb, Infotainment, Fahrerassistenz oder Karosserie. Jede Domäne hat dabei ihre eigene leistungsfähige zentrale Recheneinheit, die mit verschiedenen Sensoren und Aktoren innerhalb dieser Funktionseinheit kommuniziert. Diese Struktur ist ein Zwischenschritt auf dem Weg zur Zentralisierung, da sie bereits viele kleinere Steuergeräte innerhalb einer Domäne zusammenfasst, aber noch nicht domänenübergreifend agiert.

Vorteil: Klare funktionale Trennung und bessere Skalierbarkeit innerhalb der jeweiligen Domäne.

Großer Nachteil allerdings: Viele, viele Kabelstränge, die das Fahrzeug schwer machen, sowie sehr komplexe Datenflüsse (heißt viele Schnittstellen) etc.

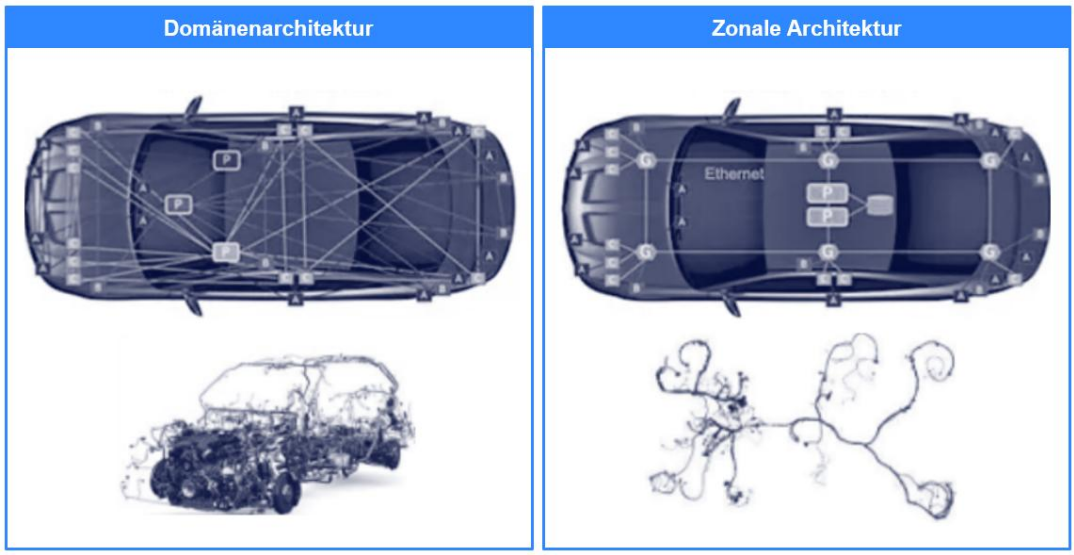


Abbildung 9: Domänenarchitektur versus zonale Architektur; Quelle: semiengineering.com

Im Gegensatz dazu basiert die *zonale Architektur* (in der obigen Darstellung rechts zu sehen) auf der physischen Verteilung im Fahrzeug: Es gibt so genannte Zonen-Controller, die jeweils für einen bestimmten Fahrzeugbereich zuständig sind – z. B. Front links, Heck rechts etc. Diese Controller bündeln alle Daten aus ihrer Zone (egal ob es um Licht, Sensorik oder Sicherheit geht) und leiten sie an eine zentrale Recheneinheit oder ein zentrales Rechensystem weiter.

Der große Vorteil: Weniger Kabel, geringeres Gewicht und eine klarere physikalische Struktur, was vor allem bei der Software- und Update-Architektur moderner Fahrzeuge (Stichwort: Over-the-Air-Updates) Vorteile bringt. Zentrale Rechenleistung wird dabei stärker konsolidiert – ideal für software-definierte Fahrzeuge.

Auch was den Einsatz der zonalen Architektur angeht, war Tesla übrigens Vorreiter. Bereits 2017 wurde beim Model 3 der Kabelbaum deutlich reduziert – laut S&P Global Mobility verschaffte das Tesla einen Entwicklungsvorsprung von grob fünf Jahren. Auch die chinesischen und andere All-Electric OEMs sind allerdings inzwischen soweit: BYD setzt die zonale Architektur seit 2022 in seinen Fahrzeugen ein, Xpeng und Dongfeng seit 2023. Auch der US-Hersteller Rivian setzt auf eine zonale Software-Architektur (in der 2. Generation mit 3 Zonen: East, West und South).

3.1.2 Design-to-Cost-Ansatz: Exzessiver Fokus auf Kosteneffizienz

Eng verknüpft mit den Vorteilen einer optimierten Fahrzeug-Architektur bzw. BEV-Plattform ist das Heben von Verbesserungspotenzialen auf der Kostenseite zu sehen. Sowohl Tesla als auch die chinesischen All-Electric OEMs konnten in den vergangenen Jahren riesige Fortschritte in bezug auf die Optimierung von Herstellungsprozessen und -kosten machen.

Hier ein paar Beispiele für Innovationen von Tesla und BYD:

- Keine 5- bis 6-jährigen Modellzyklen mehr, stattdessen kontinuierliche Verbesserung (z.B. innerhalb von zwei Jahren 8%iger Gewichtsverlust der Rohkarosserie von Model Y, ggü. Ursprungsmodell sogar -60%). Ausrollen neuer innovationen über alle bestehenden Modelle hinweg
- BYD: Einsatz der Blade-Batterie sowohl als Energiespeicher als auch als strukturelles Bauteil. Daher entscheidende Rolle bei der Verbesserung der Fahrzeugstruktur und der Sicherheitsleistung
- Tesla: Einsatz eines neuen eigenentwickelten und energieoptimierten Chips und Inverters. Dadurch bei der Transformation von Hochvolt- auf Niedervoltstrom um 50% reduzierter Energieverbrauch
- Tesla: Einsatz von Dauermagnetmotoren der nächsten Generation ohne den Einsatz seltener Erden (im aktuellen Model Y noch >500g)
- Tesla Cybertruck: Einsatz von 48-Volt-Elektroarchitektur und Gigabit-Ethernet-Loop ("Highspeed-Autobahn" für Daten) und damit Reduktion der Kabelanzahl um 68% sowie des Kabelgewichts um 84% (Hochleistungskabel)
- Tesla / chin. OEMs: Einsatz von „Gigapressen“, d.h. Gießen großer Karosserieteile in einem Stück (und Verzicht auf aufwendige Schraubverbindungen). Einsparpotenzial (laut Toyota-Ingenieuren) bei mehreren hundert Teilen und 100kg Fahrzeuggewicht
- Experimentieren mit alternativen Herstellungsprozessen: Tesla stellt Überlegungen zur Einführung eines alternativen Herstellungsprozesses an („Unboxing“ versus traditionelle Fließbandproduktion), was die Ausgestaltung der Produktionslinien komplett über den Haufen werfen und zu weiteren größeren Einsparungen führen könnte (insbesondere bei der Durchlaufzeit und damit dem möglichen Output einer Fabrik).

Darüber hinaus haben wir natürlich alle noch die damaligen Berichte aus der Tesla-„Produktionshölle“ im Kopf:

Abbildung 10: Bericht zur „Produktionshölle" im Rahmen des Tesla Model 3 Produktionsstarts in Austin; Quelle: Forbes

Offenbar hat CEO Elon Musk damals höchstpersönlich in Vollzeit dabei geholfen, die Abläufe im Werk Austin zu optimieren (und sich dabei teilweise auch mit sehr kleinteiligen Prozessen befasst).

Was diese Episode vor allem zeigt: Die Wettbewerber stellen nicht nur quasi alle bisher etablierten Vorgehensweisen in Frage, sondern legen auch einen überdurchschnittlich hohen Ehrgeiz an den Tag (andererseits hat Tesla, wie aktuell überall berichtet, mit einer hohen Mitarbeiterfluktuation zu kämpfen – als Resultat der schlechten Arbeitsbedingungen und Bezahlung).

3.1.3 Hohe Wertschöpfungstiefe und optimierte Supply Chain

Ein weiterer wichtiger Aspekt ist die Wertschöpfungstiefe. Während traditionelle europäische OEMs wie Volkswagen seit Jahrzehnten stark auf ein globales Zulieferernetzwerk setzen, hat sich in China ein anderer Ansatz etabliert.

Chinesische Hersteller – allen voran BYD – verfolgen ein vertikal integriertes Geschäftsmodell, das ihnen eine deutlich höhere Kontrolle über wesentliche Komponenten ermöglicht. Tesla verfolgt grundsätzlich einen ähnlichen Ansatz.

> **When you break down [a Chinese BEV] you see that the difference is only in two systems, one is the sourcing of parts - all the parts are sourced locally in China - and second one ist the cost of batteries. Thats what makes the difference and they have this 30% ex-works competitive edge. - Carlos Tavares (Ex-CEO Stellantis)**

Die Wertschöpfungstiefe von BYD ist mit über 70% außergewöhnlich hoch, was bedeutet, dass das Unternehmen große Teile der erforderlichen Komponenten inhouse produziert.

Zum Vergleich: Bei Tesla liegt die Wertschöpfungstiefe bei irgendwo knapp unter 50%, bei einem typischen europäischen OEM traditionell unterhalb der 30%-Marke:

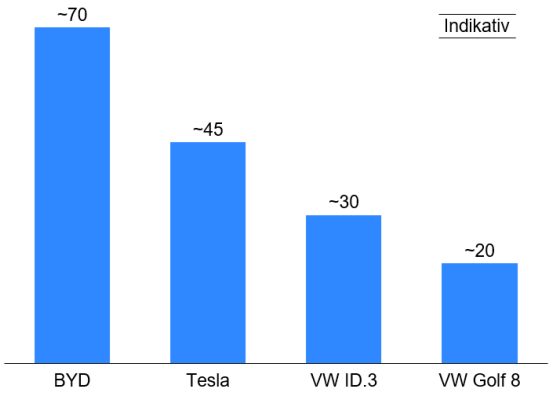


Abbildung 11: Wertschöpfungstiefe verschiedener OEMs bzw. Fahrzeugmodelle [%] | Anmerkung: Bei VW-Modellen nur Antriebsstrang; Quelle: Scale-Up E-Drive

BYD und Tesla produzieren also nicht nur die zu ihren Autos zugehörigen Elektromoten selbst (das macht z.B. VW in Kassel ja auch), sondern gehen was die Integration der Wertschöpfungskette angeht noch einen großen Schritt weiter. U.a. werden die folgenden Vorprodukte bzw. Komponenten intern hergestellt:

- Raffiniertes Lithium (Tesla)
- Batteriezellen und -packs (BYD und Tesla)
- Eigene Chipdesigns (BYD und Tesla)
- Eigene Controller (Tesla)
- Eigene Roboter(-Arme) (BYD)

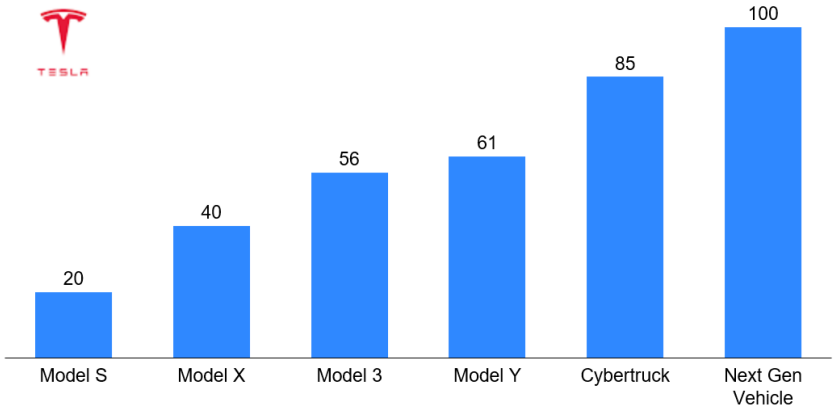


Abbildung 12: Anteil intern designter Controller bei Tesla [%]; Quelle: Tesla Investor Day Präsentation

Diese Strategie reduziert nicht nur die Abhängigkeit von externen Lieferanten, sondern führt aufgrund der Relevanz des integrierten Ansatzes bei einem digitalisierten Elektrofahrzeug auch zu erheblichen Kosten- und ggf. auch Innovationsvorteilen.

Beispiel Batterieproduktion:

ID.3 Pro S

Battery Pack	
Kapazität:	77 kWh
Preis Battery Pack	105 EUR/kWh
Kosten/Fz:	**~8.100 EUR**

Seal Design

Battery Pack	
Kapazität:	82,5 kWh
Preis Battery Pack	69 EUR/kWh
Kosten/Fz:	**~5.700 EUR**

Abbildung 13: Abschätzung der Batteriekosten für VW ID.3 und BYD Seal [EUR je Fahrzeug]

Während BYD im Grunde genommen die Battery Packs zu Selbstkosten von seiner Tochtergesellschaft FinDreams lokal beziehen kann, muss Volkswagen aktuell noch zu Marktpreisen von CATL einkaufen… und CATL berechnet internationeln Kunden entsprechend der Analyse der EU-Kommission substanziell mehr, als lokalen Abnehmern (mehr dazu im Unterkapitel zu den staatlichen Subventionen).

Aufgrund der weltweiten Überkapazitäten haben sich die Batteriepreise in den vergangenen Monaten allerdings bereits stark den Kosten angenähert:

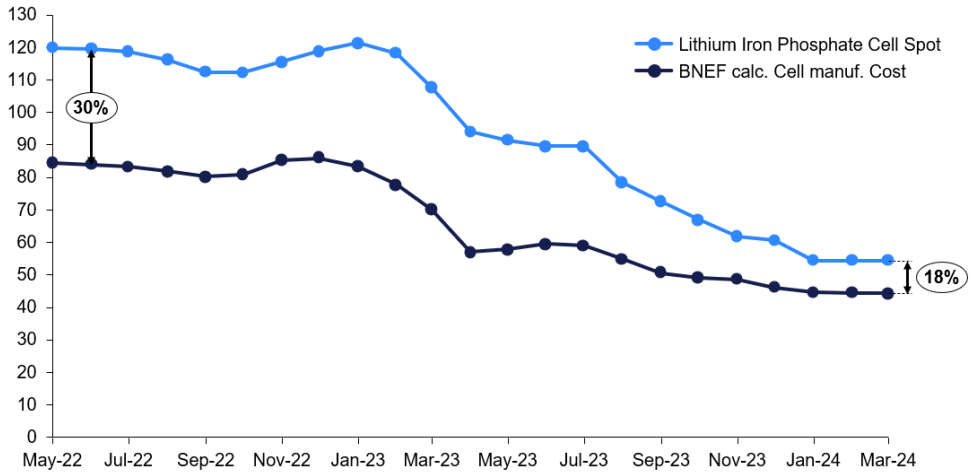


Abbildung 14: Preis- und Kostenentwicklung von LFP Batteriezellen [USD / kWh]; Quelle: Bloomberg NEF

Hinweis: In der obigen Abbildung sind die Preise und Herstellkosten für Batteriezellen abgebildet. Um Preis bzw. Kosten eines Battery Packs zu erhalten, müssen noch ca. 35 bzw. 25 USD / kWh für den Zusammenbau des Packs zu den Zell-Preisen hinzuaddiert werden.

Ein weiterer wichtiger Aspekt: Aufgrund der vertikalen Integration ist ein Player wie BYD ggf. auch innovativer, als ein OEM-unabhängiger Hersteller.

Die neueste BYD-Entwicklung ist beispielsweise eine Batterie, die i.W. genauso schnell aufgeladen werden kann wie der Benzintank eines üblichen Verbrenners (43% Aufladung in 4-5 Minuten möglich):

Abbildung 15: Screenshot des Lagevorgangs vom BYD-Investoren-Event am 18.03.25; Quelle: Bloomberg / BYD

Darüber hinaus können die Batterien von BYD durch das bidirektionale Laden / Entladen auch als genereller Energiespeicher verwendet und als solcher ins übergeordnete Energiesystem eingebunden werden.

Westliche OEMs setzen im Vergleich traditionell zwar auf eine eher arbeitsteilige und fragmentiertere Zulieferkette. Was die Batterieproduktion angeht, ist allerdings mindestens Volkswagen inzwischen auch auf den Weg von BYD und Tesla eingeschwenkt. Dazu aber später noch mehr.

3.1.4 Niedrige Arbeitskosten

Aufgrund der niedrigen Arbeitskosten in China haben die chinesischen OEMs logischerweise einen substanziellen Kostenvorteil, der die in Summe immernoch geringere Produktivität im Vergleich zu den europäischen OEMs mehr als ausgleicht.

Bezogen auf ein typisches Elektrofahrzeug kann dieser Kostenvorteil bis zu ca. 1.500 EUR je Fahrzeug betragen:

ID.3 Pro S		Seal Design	
Direktes Personal		**Direktes Personal**	
Werk:	Zwickau	Werk:	Changzhou
Kapazität:	~250 Tsd. Fz	Kapazität:	~180 Tsd. Fz
# MA:	~9.200	# MA:	~10.000
Ø-Gehalt:	54.000 EUR	Ø-Gehalt:	7.800 EUR
Kosten/Fz:	**~2.000 EUR**	**Kosten/Fz:**	**~450 EUR**
Stunden pa.:	~1.350 Std.	Stunden pa.:	~2.175 Std.
Produktivität je Fz:	~50 Std./Fz	Produktivität je Fz:	~120 Std./Fz.

Abbildung 16: Vergleich Direkte Personalkosten je Fz. [EUR / Fz.] und Personalproduktivität [Mannstunden / Fz.]

Kurz zur Erläuterung:

- Der RMB / EUR-Wechselkurs wurde mit ~7,7 RMB / EUR entsprechend des heutigen Niveaus angesetzt
- In lokaler Währung wurde das Jahresgehalt eines durchschnittlichen chinesischen Mitarbeiters zu ~60.000 RMB angesetzt
- Das Lohn- und Gehaltsniveau bei VW in Zwickau bewegt sich entsprechend Glassdoor in der Größenordnung von ~55.000 EUR pa
- Die durchschnittliche Jahresarbeitszeit in Deutschland ist mit ca. 1.350 Arbeitsstunden pro Jahr eine der niedrigsten weltweit. Nichts desto trotz ergibt sich im Vergleich für das Werk eine signifikant höhere Personalproduktivität (50 Mannstunden je Fz. versus ~120 Mannstunden je Fz.), was allerdings auch auf Unterschiede in der Fertigungstiefe des Standorts zurückzuführen sein könnte (wenn z.B. BYD in Changzhou noch eine Komponentenfertigung in Betrieb hätte – hierzu habe ich allerdings keine Infos)
- Hier werden wohlgemerkt nur die direkten Arbeitskosten betrachtet. Personalkostenunterschiede in den Bereichen Verwaltung & Vertrieb, Forschung & Entwicklung, Komponenten- und Batterieherstellung etc. sind hier nicht berücksichtigt

Aufgrund der zunehmenden Lokalisierung der Produktion (heißt Fahrzeuge für den chinesischen Markt werden tendenziell in China produziert, Fahrzeuge für den europäischen Markt in Europa etc.) treten solche globalen Kostenvergleiche

allerdings etwas in den Hintergrund. Aber auch in einer regionalen Betrachtung gibt es teils signifikante Unterschiede.

Zwei, drei Beispiele:

- BYD: BYD baut aktuell sein erstes europäisches Werk im ungarischen Szeged auf. Die Arbeitskosten in Ungarn liegen aktuell nur bei ca. 30% der Arbeitskosten in Westdeutschland (Wolfsburg, Ingolstadt etc.)
- Tesla USA: Tesla zahlt laut Bloomberg in den USA inkl. Nebenkosten ca. 45 USD je Stunde. Im Vergleich dazu liegen die Arbeitskosten bei den direkten Wettbewerbern GM oder Ford eher bei ca. 65-70 USD je Stunde
- Tesla Germany: In Grünheide bei Berlin hat Tesla laut Schätzungen der IG Metall einen Arbeitskostenvorteil von ca. 20% ggü. VW und Co. (ein Vorteil, den das ID.3-Werk in Zwickau dann allerdings ebenso haben sollte)

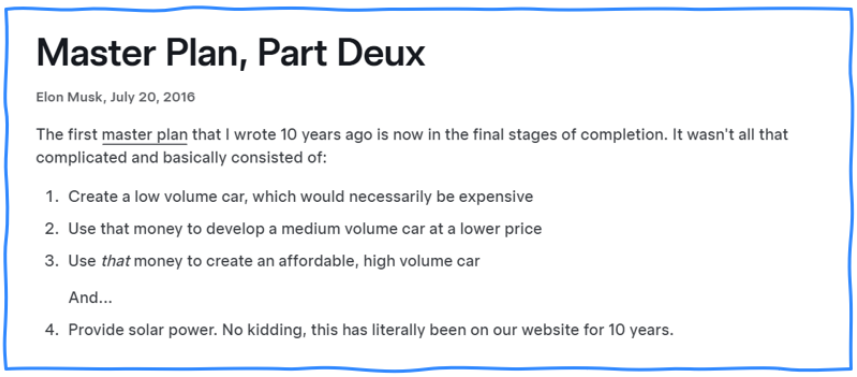
3.1.5 Skalenvorteile durch Massenproduktion

Aufgrund der kapitalintensiven Produktionsprozesse und der grundsätzlich hohen Fixkosten, haben die Player in der Automobilindustrie klassischerweise immer nach Größe gestrebt.

Die Logik dahinter ist ziemlich einfach: Fixkosten, die i.W. volumenunabhängig anfallen, können bei größeren Produktionsmengen auf mehr Fahrzeuge verteilt werden, was die Stückkosten je Fahrzeug entsprechend verringert.

Elon Musk's Masterplan war es von Beginn an, die Produktionskosten über die Ausweitung der Produktionsmenge soweit zu senken, dass die Fahrzeuge auch für Menschen mit kleinerem Geldbeutel erschwinglich wurden.

Musk's „Masterplan" ist übrigens noch heute auf der Tesla-Webseite abrufbar. Hier die Kurzfassung:



Master Plan, Part Deux

Elon Musk, July 20, 2016

The first master plan that I wrote 10 years ago is now in the final stages of completion. It wasn't all that complicated and basically consisted of:

1. Create a low volume car, which would necessarily be expensive
2. Use that money to develop a medium volume car at a lower price
3. Use *that* money to create an affordable, high volume car

   And...

4. Provide solar power. No kidding, this has literally been on our website for 10 years.

Abbildung 17: Elon Musk's Masterplan für Tesla

In puncto Elektrofahrzeuge sind BYD und Tesla mit jeweils ca. 1,8 Mio. BEVs pro Jahr aktuell mehr als doppelt so groß wie der Volkswagen-Konzern. (Hinweis: BYD verkauft inkl. der Plugin-Hybride insgesamt bereits ca. 4,2 Mio. Fahrzeuge pa.)

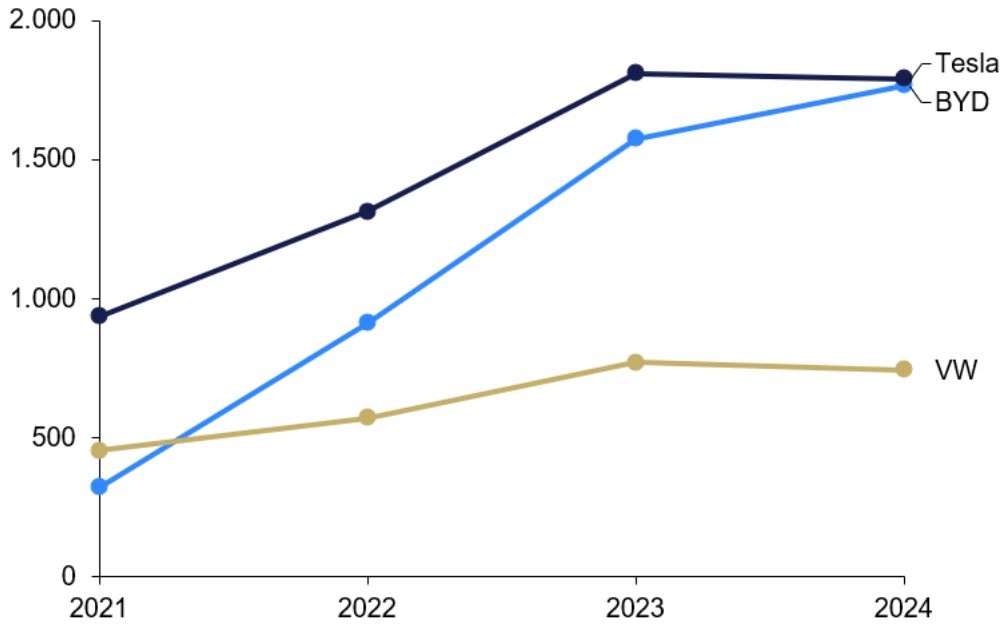


Abbildung 18: BEV-Produktion verschiedener Hersteller [Tsd. Fz.]; Quelle: Geschäftsberichte, Web Search

Positive Skaleneffekte sollten also insbesondere aus der Verteilung der Forschungs- und Entwicklungskosten (R&D-Aufwendungen) auf eine größere Grundgesamtheit an Fahrzeugen entstehen sowie ggf. auch auf Werksebene, weil die Fabriken in China ggf. besser ausgelastet sind, als die in Deutschland.

Bzgl. der Umlage anderer Fixkosten auf der „Corporate"- und der regionalen Ebene (übergeordnete Verwaltung bzw. Zentralkosten, regionale Vertriebsorganisationen etc.) sollte allerdings tendenziell die gesamte relevante Fahrzeugproduktion herangezogen werden (also Verbrenner, Hybride und BEVs).

In dieser Hinsicht haben die bereits global agierenden traditionellen OEMs unter Umständen sogar einen gewissen Vorteil… sofern sie „lean" aufgestellt sind und nicht zu hohe Overhead-Kosten (Gemeinkosten / Zentralkosten) mit sich rumschleppen… ein Punkt mit gewisser Relevanz für den Volkswagen-Konzern, wie wir später noch sehen werden.

3.1.6 Staatliche Subventionen

Zum 30. Oktober 2024 verhängte die EU Strafzölle i.H.v. bis zu 35% auf aus China importierte BEVs verschiedener Hersteller.

Die Höhe der Zölle basiert auf einer Analyse der staatlichen Subventionen für die chinesischen OEMs durch die EU-Wettbewerbskommission.

Laut dieser Analyse erhalten bzw. erhielten die chinesischen All-Electric OEMs Subventionen bzw. staatliche Unterstützung und Erleichterungen in den folgenden Bereichen:

- Bereitstellung *vergünstigter Darlehen, Kreditlinien* etc.
- *Direkte Barzuschüsse und Förderungen* („neuartige Antriebstechnik“)
- *Bereitstellung von Waren und Dienstleistungen* durch staatliche Stellen *unter Marktpreis* (insbesondere geht es hier um Grund und Boden für den Aufbau von Fabriken sowie Batterien und / oder Lithium für die Batterieproduktion)
- *Steuerbefreiungen* und Ermäßigungen

Wie der folgenden tabellarischen Aufstellung zu entnehmen ist, scheinen die chinesischen OEMs i.d.R. von mehr als einer „Subventionsquelle“ zu profitieren. Förderungen und Subventionen können dabei sowohl von der Regierung in Peking als auch von der lokalen Provinzregierung gewährt werden.

Kategorie	Subvention	BYD	Geely Group	SAIC Group	Tesla (Shanghai)
Vorzugsfinanzierung	Vorzugsfinanzierung: Darlehen	0,16%	0,77%	0,98%	
	Vorzugsfinanzierung: andere Finanzierungsformen (Kreditlinien, Anleihen etc.)	3,60%	3,23%	7,56%	
Zuschussprogramme	Direkte Barzuschüsse	0,61%	2,27%	8,19%	0,27%
	Fiskalsubventionspolitik für die Förderung und Anwendung von Fahrzeugen mit neuartiger Antriebstechnik	2,01%	1,94%	2,18%	2,49%
Bereitstellung von Waren und Dienstleistungen durch die Regierung zu einem geringeren als dem angemessenen Entgelt	Einräumung von Landnutzungsrechten durch die Regierung zu einem geringeren als dem angemessenen Entgelt	1,20%	0,82%	0,65%	0,05%
	Bereitstellung von Batterien zu einem günstigeren als dem angemessenen Entgelt		9,6%	12,6%	4,4%
	Bereitstellung von Lithium zur Herstellung von Batterien zu einem geringeren als dem angemessenen Entgelt	7,20%			
Einnahmenverzicht durch Steuerbefreiungs- und -ermäßigungsprogramme	Körperschaftsteuerermäßigungen für Hightech- und New-Tech-Unternehmen	0,36%			
	Zu Vorzugsbedingungen erfolgender Abzug von FuE-Ausgaben vor Steuern	0,57%	0,03%	1,47%	
	Steuerbefreiung für Dividendenausschüttungen zwischen qualifizierten gebietsansässigen Unternehmen		0,16%	1,06%	
	Abzug der Einnahmen aus Technologietransfers		0,05%		
	Befreiung von der Batterieverbrauchsteuer	1,33%			
	Körperschaftsteuerermäßigung für Schlüsselindustrien				0,66%
Gesamt		**17,04%**	**18,89%**	**34,69%**	**7,82%**

Abbildung 19: Übersicht über die erhaltenen Subventionen der chinesischen BEV-Hersteller; Quelle: EU Wettbewerbskommission

Was auffällt: Die mit Abstand größten Einzelsubventionen beziehen sich auf die Bereitstellung vergünstigter Batterien (bzw. im Fall von BYD Lithium für die Batterieproduktion) und liegen zwischen 4,4 und 12,6%.

Für BYD kam die EU Kommission beispielsweise zu dem Schluss, dass die aggregierte Subventionsquote bei ca. 17% vom Gesamtumsatz liegt und dass subventioniertes Lithium davon ca. 7% ausmacht… das wären in absoluten Zahlen ca. 1.500 EUR je Fahrzeug bzw. Batterie.

3.2 Ergebnis: China mit Ex-Works Kostenvorteil von ca. 30-40%

Die chinesischen All-Electric OEMs (z.B. BYD, NIO, XPeng, LeapMotor, Lynk&Co, Xiaomi, Huawei) haben im Vergleich zu den traditionellen westlichen OEMs einen „Greenfield"-Ansatz verfolgt… sowohl was das Engineering, die Softwareentwicklung und den Aufbau der Zulieferkette, als auch die Konzeption der Produktionsstätten angeht.

Hinzu kommt die Vorreiterrolle Chinas bei der Entwicklung von Batteriezellen und -packs, wobei CATL als größter Hersteller weltweit eine zentrale Rolle spielt.

Darüber hinaus profitieren die chinesischen Hersteller von staatlichen Subventionen, insbesondere bei der Land- und Kapitalbeschaffung sowie ggf. der vergünstigten Bereitstellung von Lithium und Batteriezellen.

Alles in allem ergibt sich aus den genannten Faktoren laut der Investment-Bank UBS ein Kostenvorteil für BYD und Co. (Ex-Works) von insgesamt 30-40%, wie die folgende aggregierte Darstellung zeigt:

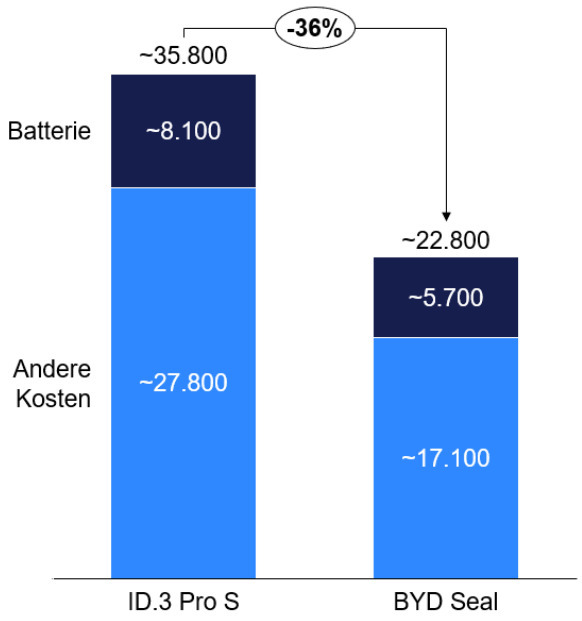


Abbildung 20: Kostenvergleich BYD Seal (Ex-Works China) und ID.3 (Ex-Works Zwickau) [EUR/Fahrzeug], Umrechnung USD/EUR mit FX 1,1; Quelle: New York Times / UBS

Wesentliche Erkenntnis hieraus: Die chinesischen Hersteller haben Kostenvorteile in allen wesentlichen Kostenkategorien, wobei die inhouse von der Tochtergesellschaft FinDreams entwickelte „Blade“-Batterie von den UBS-Analysten nochmal besonders hervorgehoben wird (hohes Cell-to-Pack-Integrationsverhältnis, einzigartiges Batteriemanagementsystem, die einfache Integration in den Herstellungsprozess, verbesserte Crashsicherheit).

Diese Größenordnung wird auch durch andere Industrieexperten bestätigt: Laut Carlos Tavares (Ex-CEO von Stellantis) liegt der Kostenvorteil gegenüber den europäischen BEV-Herstellern bei ca. 30% und damit auf einem wettbewerbsfähigen Niveau im Vergleich zu den lokalen (heißt chinesischen) Verbrennern.

Was hier allerdings noch dazu gesagt werden muss: Die Fahrzeug-spezifischen Entwicklungskosten (R&D) sind in der Betrachtung nach meinem Dafürhalten nicht enthalten. Das gilt sowohl für die direkt als Aufwand erfassten Forschungs- und Entwicklungskosten als auch für die aktivierten Entwicklungskosten, von denen laut Aussage VW aktuell ca. 70% in die Entwicklung der BEVs fließen.

3.3 What’s next? Mögliche Auswirkungen des Kostennachteils

Ein Kostennachteil i.H.v. ~30-40% ist natürlich nicht schön, muss aber aus mehrerlei Hinsicht etwas relativiert werden.

Zum einen reduziert sich der Kostenvorteil nach Berücksichtigung von Logistikkosten, Importzöllen etc. auf etwa 10-15%. Zum anderen sehen wir gerade eine Entwicklung, die auf eine immer stärkere „Regionalisierung“ der Märke hindeutet. Hierfür gibt es drei wesentliche Treiber:

1. Die entwickelten (hochpreisigen) Regionen schotten ihre Märkte durch die Einführung von Importzöllen zunehmend ab bzw. haben eine gewisse „Local Content“-Anforderung
2. In den Emerging Markets (hierzu würde auch China noch zählen) beobachten wir ein anderes Konsumverhalten und tendenziell eine niedrigere Zahlungsbereitschaft
3. Die Ökosysteme der Fahrzeug-Software unterscheiden sich regional sehr stark (insbesondere zwischen China und dem Rest der Welt)

Vereinfacht gesprochen bedeutet das, dass die Fahrzeuge sowie auch die Software aus Wettbewerbsgründen tendenziell dort entwickelt und produziert werden

(müssen), wo sich auch die Nachfrage befindet… und zwar in der nachgefragten Qualität und mit den nachgefragten Features (kann auch wieder alternative Technologien beinhalten).

Das heißt mittelfristig wird BYD die Fahrzeuge für den europäischen Markt mutmaßlich in Europa produzieren, wodurch sich die Herstellkosten denen der europäischen Wettbewerber angleichen werden (ein erstes Werk in Ungarn wird aktuell ja bereits aufgebaut). Für Volkswagen stellt sich hier insbesondere die Frage, ob die Herstellkosten am Standort Deutschland mittel- bis langfristig auf einem wettbewerbsfähigen Niveau gehalten werden können.

Spoiler: Für die besonders kostengünstigen BEVs, den ID.2All und den ID.Every1 kommt ein Produktionsstandort in Deutschland schonmal nicht in Frage. Stattdessen wird sich die Produktion laut VW in Portugal bzw. Spanien befinden (inkl. lokaler Batteriefertigung in Valencia).

Umgekehrt wird Volkswagen seine Modelle für den chinesischen Markt mit lokalen Partnern (XPeng) entwickeln und produzieren… und daher mutmaßlich auch von den lokalen Kostenvorteilen profitieren können.

3.3.1 Europa und Rest der Welt

Was auf Basis der Faktenlage festzustehen scheint: Da die chinesischen All-Electric OEMs in Europa Marktanteile gewinnen wollen, werden vermutlich auch die BEV-Preise in Europa weiter unter Druck bleiben. Aktuell haben sich die chinsischen OEMs bereits einen Marktanteil von ca. 25% am europäischen BEV-Markt gesichert:

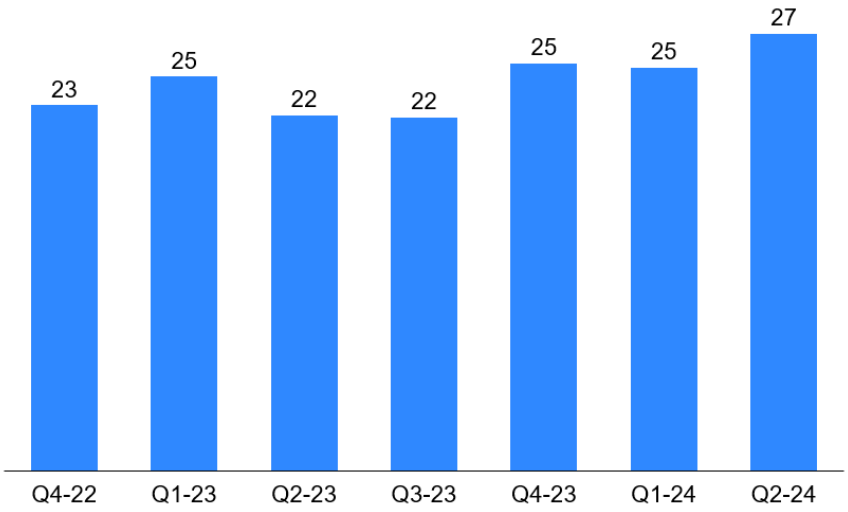


Abbildung 21: Marktanteile chinesischer BEVs in Europa [%]; Quelle: EU Kommission

Diese Größenordnung ist in etwa vergleichbar zu dem Anteil, den die japanischen OEMs (Toyota, Nissan, Suzuki, Mazda, Honda, Mitsubishi etc.) in den 1980er Jahren in der Lage waren aufzubauen… übigens mit ähnlichen wettbewerblichen Hürden, wie wir sie heute in Bezug auf die Chinesen beobachten können („Local Content“, Importzölle etc.).

Wenn wir also dieses Szenario einmal etwas weiterdenken, dann könnte die Verteilung der Marktanteile in einem zukünftigen „All-BEV“-Szenario wie folgt aussehen:

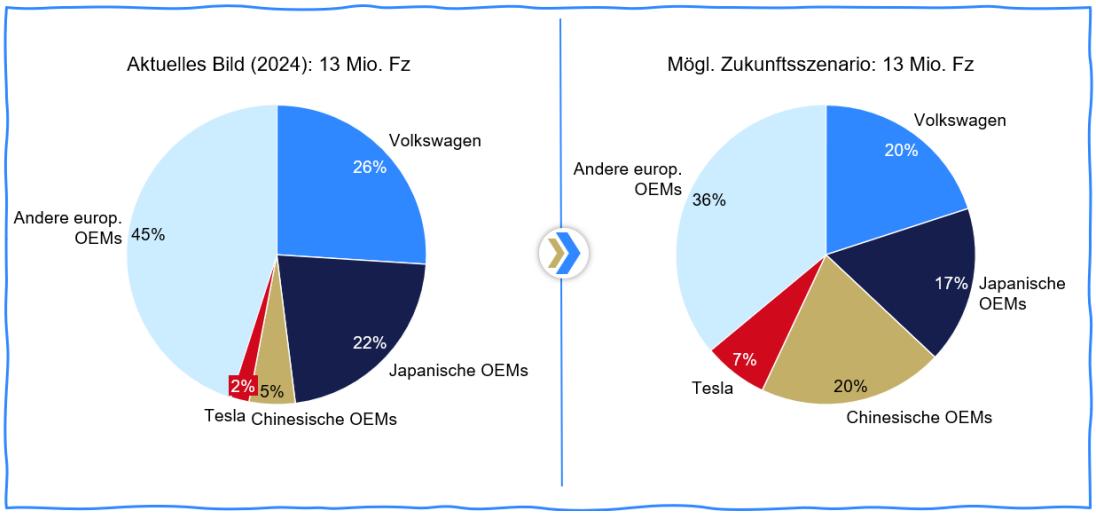


Abbildung 22: Mögliches Zukunftsszenario: Marktanteile Europa (EU, EFTA UK) [%]; Quelle: Motor1, eigene Annahmen

Hinweis: Ich bin hier einmal davon ausgegangen, dass Tesla seine Fabrik in Grünheide wie geplant auf 1 Mio. Fahrzeuge pa ausbaut und diese ausschließlich für den europäischen Markt gedacht sind. Aktuell sieht es allerdings erstmal nicht danach aus, als würde diese Expansion tatsächlich umgesetzt (hoher Widerstand der Bevölkerung, Schwierigkeiten bei der Akquirierung von gutem Personal, weil niedrige Löhne und Gehälter und schlechte Arbeitsbedingungen).

Wie auch immer: Die Materialisierung eines solchen Szenarios würde für Volkswagen eine Marktanteilseinbuße von ca. 5% bedeuten, was bei aktuell ca. 13 Mio. Fahrzeugen einen Verlust von ca. 650 Tsd. Fahrzeugen entsprechen würde. Die Absatzmenge des Volkswagen-Konzerns in Europa würde sich also – bei konstanter Marktgröße – von ca. 3,4 Mio. Fahrzeugen auf ~2,7 Mio. Fahrzeuge verringern.

Global betrachtet könnten die chinesischen OEMs in einigen Regionen (insbes. Südostasien, Mittlerer Osten, Afrika, Russland) sogar weitaus höhere Marktanteile

erreichen. Zugegebenermaßen sind die Verkaufszahlen des VW-Konzerns in diesen Region allerdings eher überschaubar (~650-700 Tsd. Fahrzeuge).

3.3.2 China

In China ist die Situation schon seit einiger Zeit etwas angespannter. Der Nettogewinn der chinesischen JVs sowie auch die an den Volkswagen-Konzern ausbezahlte Dividende ist bereits seit mindestens 10 Jahren auf dem absteigenden Ast… seit 2020 beschleunigte sich der Niedergang jedoch zusehends (ich denke der Corona-Lockdown und die Marktanteilsgewinne von BYD und Co. sind mehr oder weniger fließend ineinander übergegangen).

Im Jahr 2024 betrug der VW-Gewinnanteil nur noch ca. 1,3 Mrd. EUR (versus fast 3,8 Mrd. EUR in 2015):

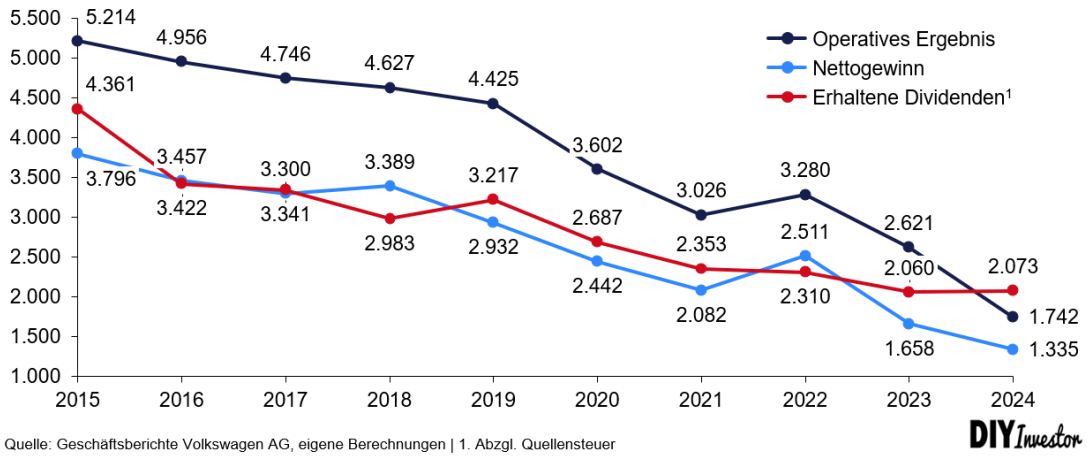


Abbildung 23: Entwicklung Gewinn und Dividende der drei China-JVs (SAIC-Volkswagen Auto Co., FAW-Volkswagen Auto Co., FAW-Volkswagen Sales Co.) [Mio. EUR]; Quelle: Geschäftsberichte | 1. Nach Abzug Quellensteuer

Wenn man mal vom Hochpunkt ausgeht, hat sich der VW-Marktanteil in China über die letzten Jahre um ca. 5%-Punkte verringert (von ~20 auf ~15%).

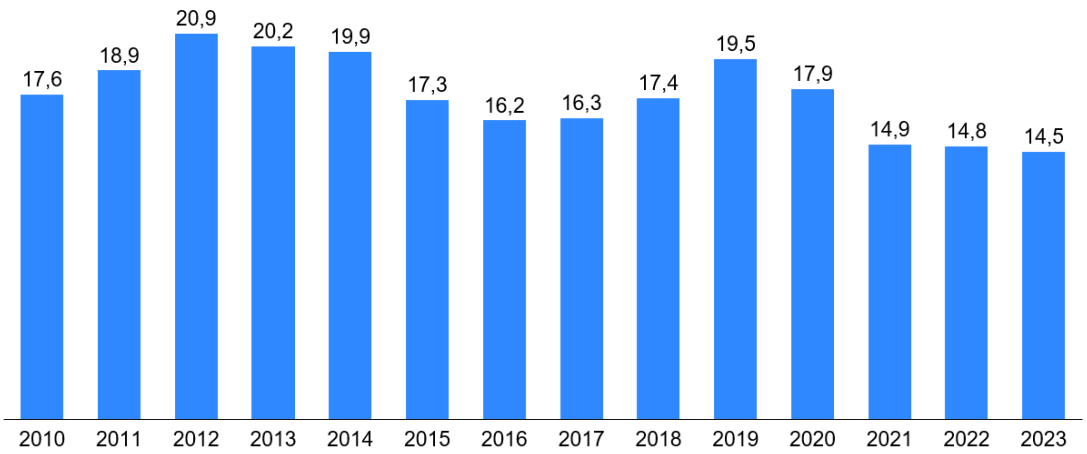
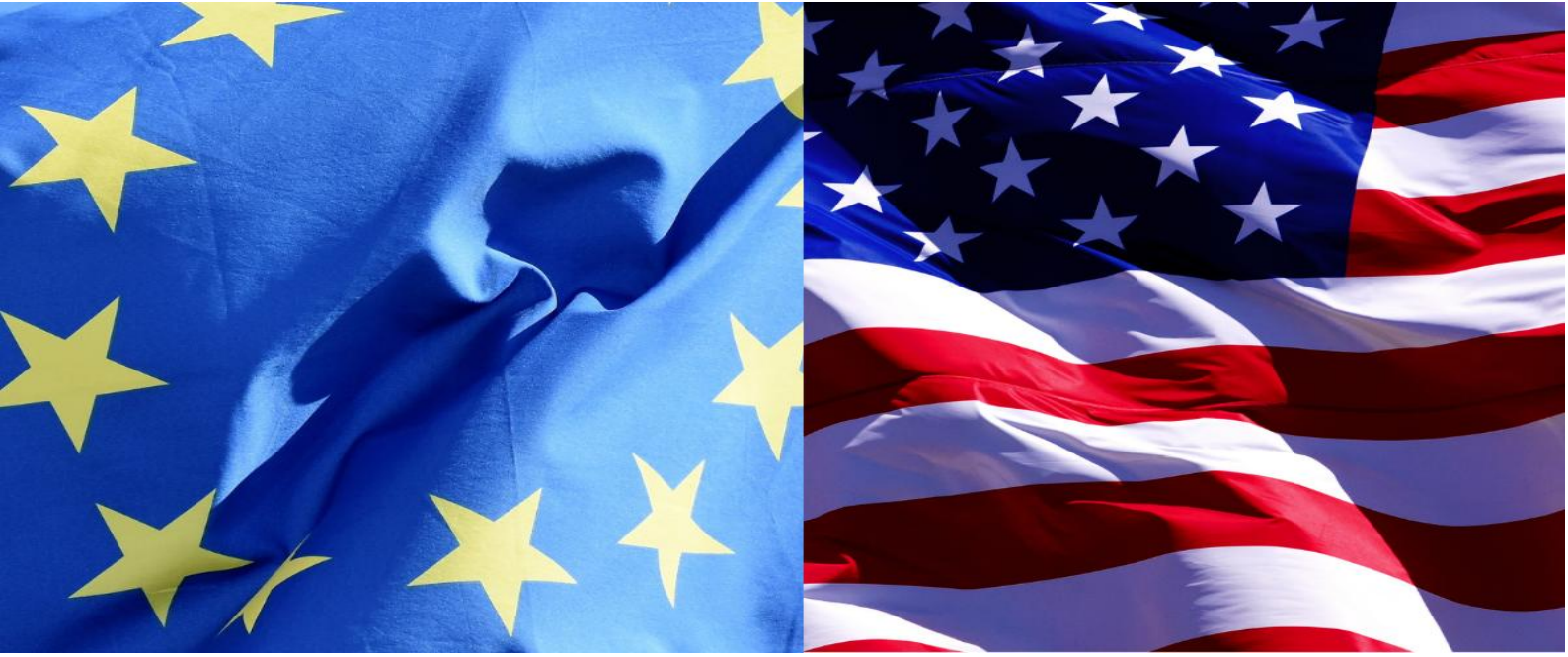


Abbildung 24: Entwicklung VW-Marktanteil in China [%]; Quelle: goodcarbadcar.com

Für das laufende Jahr 2025 geht Volkswagen draüber hinaus von einem nochmal signifikant rückläufigen Ergebnis, konkret einem Abschmelzen des operativen Gewinns um weitere 40-70% aus (also um ca. 700 bis 1.200 Mio. EUR).



4 Weitere Herausforderungen und „Headwinds“ für VW

Neben dem substanziellen Kostennachteil von Volkswagen ggü. den aufstrebenden All-Electric OEMs aus China und dem daraus resultierenden Druck auf Preise und Marktanteile (insbesondere in China schon zu spüren) hat das Unternehmen mit einigen weiteren Herausforderungen zu kämpfen, auf die ich im Folgenden kurz eingehen möchte.

Insbesondere sind dies:

- Strengere CO2-Grenzwerte der EU ab 2025 und ggf. aus einer Verfehlung resultierende Strafzahlungen
- Hohe Kosten, Überkapazitäten und abnehmende Effizienz
- Weitere Kosteninflation durch bisherige Tarifabschlüsse
- Potenzielle Strafzölle auf Importe in die USA i.H.v. 25%

Fangen wir einmal mit den CO2-Grenzwerten an.

4.1 CO2-Grenzwerte der EU und ggf. Strafzahlungen

Die EU fordert ab 2025 im Hinblick auf den CO2-Footprint der in der EU abgesetzten Fahrzeuge die Einhaltung eines Flottengrenzwerts i.H.v. 95 g CO2/km (ggf. plus bis zu 5% Bonus).

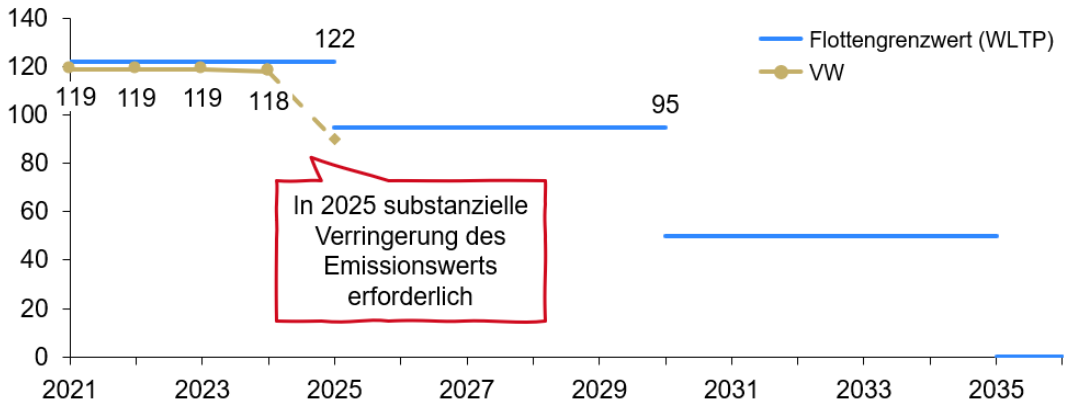


Abbildung 25: CO2-Flottengrenzwerte nach WLTP [g CO2/Fz und km]; Quelle: BMWK

Die Nichteinhaltung wird mit hohen Geldstrafen (95 EUR je g CO2 Grenzwertüberschreitung und Fahrzeug) sanktioniert.

Dabei kann eine Nichterreichung der Ziele auf Basis der letzten Diskussionen innerhalb der EU Kommission für 2025 in den folgenden zwei Jahren (2026 und 27) noch aufgeholt werden. Grundsätzlich soll es über den Gesamtzeitraum allerdings bei den Grenzwerten bleiben.

Alles in allem können die Strafzahlungen je nach Größenordnung der Zielverfehlung in die Milliarden gehen.

Der Grenzwert kann durch den Volkswagen-Konzern nur durch eine massive Erhöhung des BEV-Anteils im Portfolio eingehalten werden, was gegeben das aktuelle Umfeld und den starken Wettbewerb substanzielle Marketingmaßnahmen und auch Preisnachlässe und andere Kaufanreize erfordern wird (der aktuelle BEV-Kaufanreiz liegt bei ca. ~3.500 EUR).

Hinzu kommen die aktuell noch hohen Kosten für die BEV-Produktion (R&D und CapEx, Auslastung / Economies of Scale, Batteriekosten, Architektur / Software-Stack), welche Stand 2024 schätzungsweise ~25% über den Herstellkosten eines vergleichbaren Verbrenners liegen.

Für das Jahr 2025 und die Folgejahre hat das Unternehmen daraus entsprechend meiner Simulation ggf. mit Zusatzkosten in einer Größenordnung von ca. 2 Mrd. EUR zu rechnen, sofern größenordnungsmäßig ein BEV-Anteil i.H.v. 25-30% erreicht wird:

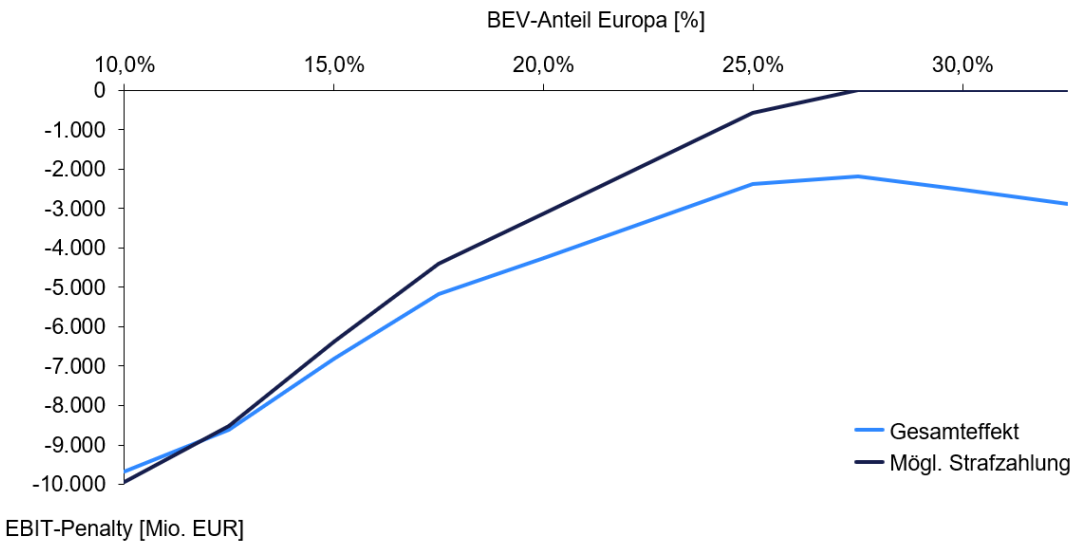


Abbildung 26: Simulation negativer EBIT-Effekt resultierend aus unterschiedlichen BEV-Anteilen [Mio. EUR]; Quelle: Eigene Abschätzung

Der in der Grafik dargestellte Gesamteffekt beinhaltet zwei Komponenten:

1. Die Strafzahlung bei Nichteinhaltung des Flottengrenzwerts (greift in dieser Analyse für BEV-Anteile unterhalb von ca. 27,5%)
2. Den Margenverlust durch die Substitution profitablerer Verbrenner durch margenschwächere BEVs. Dabei wurde unterstellt, dass ca. 15%-Punkte des Herstellkostennachteils in Form höherer Preise an die Kunden weitergegeben werden können (es verbleibt also ein Margennachteil i.H.v. 10%-Punkten)

Sollte es Volkswagen in den Folgejahren gelingen, ein wettbewerbsfähiges Elektrofahrzeug mit zum ICE vergleichbaren Margen auf den Markt zu bringen, könnte sich der negative EBIT-Effekt ggf. größtenteils egalisieren:

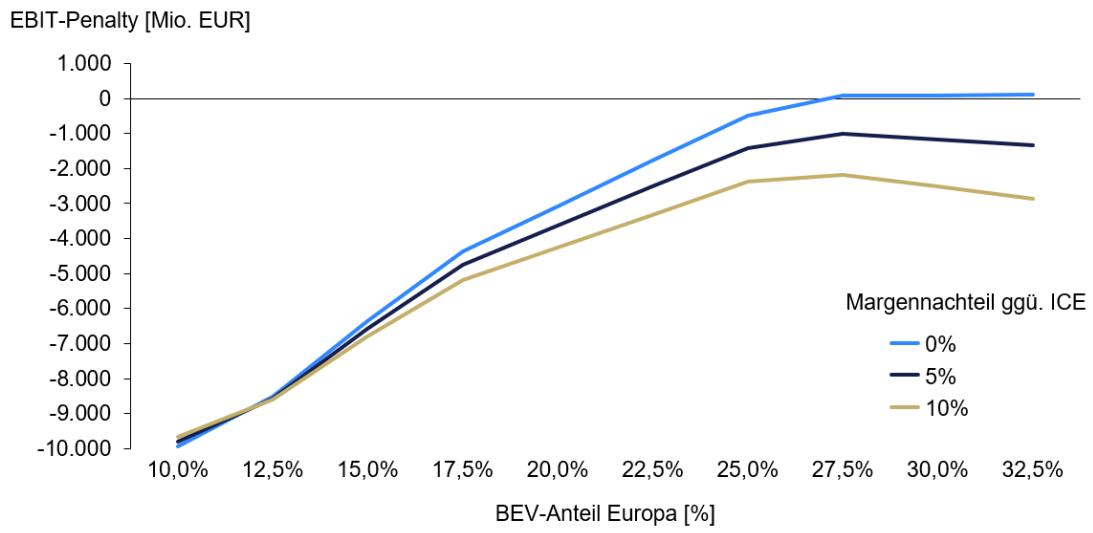


Abbildung 27: Negativer EBIT-Effekt resultierend aus unterschiedlichen BEV-Anteilen und relativen BEV-Margen [Mio. EUR]; Quelle: Eigene Abschätzung

Volkswagen selbst hatte im Earnings Call im Oktober 2024 eine Größenordnung von 1,5 Mrd. EUR genannt, was sich nach meinem Verständnis allerdings nur auf die drohende Strafzahlung bezogen hat.

Laut der letzten Aussagen aus dem Earnings Call vom 11. März 2025 soll der Effekt für 2025 – vor allem aufgrund der geplanten Erleichterung seitens der EU Kommission – substanziell geringer ausfallen (zu den Folgejahren wurde allerdings keine Aussage getroffen).

Der Volume- / Mix- / Preis-Effekt soll in 2025 darüber hinaus stabil bleiben, genauso wie die Produktkosten.

Langfristig (d.h. ab 2030) benötigt Volkswagen in Europa nach meiner überschlägigen Rechnung ca. einen BEV-Anteil von 60%, um den ab dann geltenden CO2-Grenzwert von 50 g CO2/km einzuhalten. Wenn wir einmal von einem BEV-Anteil konzernweit i.H.v. 50% bis 2029 ausgehen (von ~12% in 2024) und gleichzeitig keine Verbesserung der Kostenposition ggü. einem typischen ICE-Fahrzeug unterstellen, dann würde das Zusatzkosten i.H.v. ca. 10 Mrd. EUR bedeuten:

Zusatzkosten BEV-Anteil: 10% Margendelta x 266 Mrd. EUR Umsatz x 38% Wachstum BEV-Anteil = ~10 Mrd. EUR.

4.2 Hohe und steigende Kosten, Überkapazitäten und geringe Effizienz

Die europäische Fahrzeugnachfrage hat sich seit dem Corona-Einbruch im Jahr 2020 bisher nicht wieder erholt. Im Resultat ist in Europa eine Überkapazität in der Größenordung von 2 Mio. Fahrzeugen pro Jahr entstanden, was auf Basis eines Marktanteils von ca. 26% einer dem VK-Konzern zuzuordnenden Überkapazität i.H.v. mindestens 500 Tsd. Fahrzeugen entspricht.

Diese Kapazitäten, die der Konzern aktuell noch vorhält, sind dem entsprechend unterausgelastet, was über die Zeit zu einer Progression der Fixkosten geführt hat. Darüber hinaus hat sich allerdings auch in Produktivität des Gesamtkonzerns über die Zeit verschlechtert, im Folgenden einmal beispielhaft illustriert anhand des Personalaufwands:

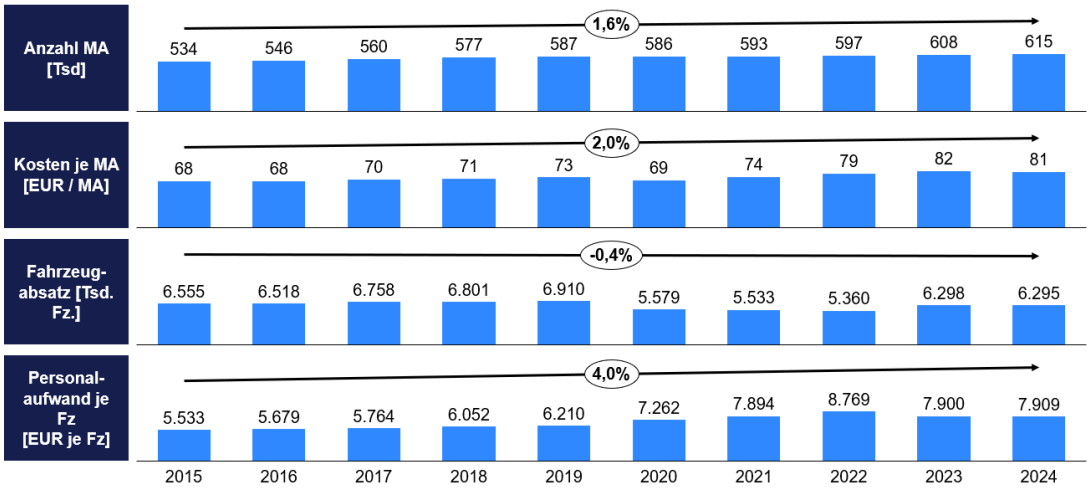


Abbildung 28: Entwicklung Personalproduktivität Volkswagen-Konzern (exkl. China-JVs); Quelle: Geschäftsberichte

Wie aus der obigen Grafik ersichtlich wird, hat sich der Personalaufwand je abgesetztem Fahrzeug in den letzten 10 Jahren um ~4% pro Jahr erhöht (wobei die größten Sprünge in den Corona-Jahren 2020-22 zu beobachten sind).

Während der Absatz (exkl. der China-JVs) zwischen 2015 und 2024 um ~0,4% pa abgenommen hat, sind sowohl die absoluten Personalzahlen (+ ca. 1,6% pa) als auch die Löhne und Gehälter (um durchschnittlich 2,0% pa) weiter nach oben gegangen, was auch an der Entwicklung der operativen Margen ersichtlich wird.

Im direkten Wettbewerbsvergleich schließt der VW-Konzern in der Konsequenz – abweichende Definitionen hin oder her – auch nicht besonders gut ab. Hier einmal die SG&A-Kosten in Relation zum Umsatz:

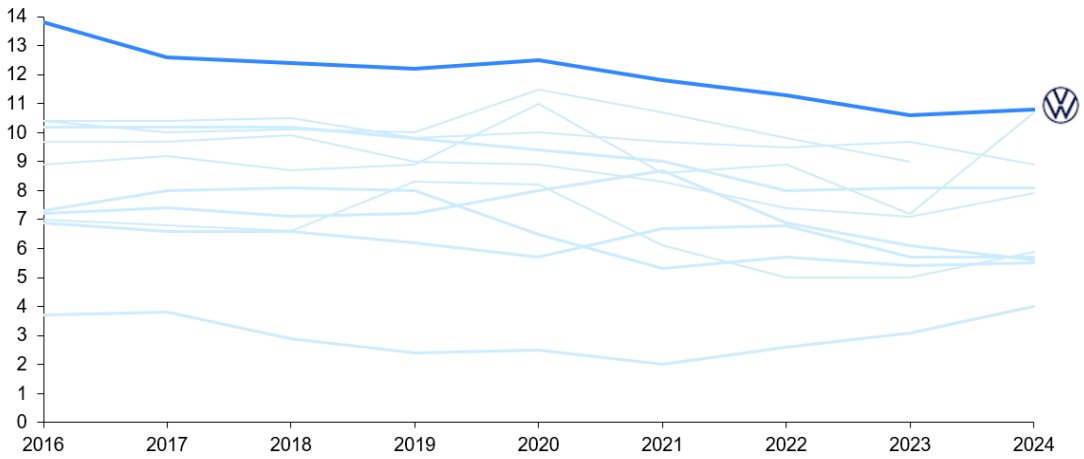


Abbildung 29: SG&A Aufwendungen im Vergleich [% vom Umsatz]; Quelle: TIKR / Morningstar

Wie aus der Grafik relativ deutlich ersichtlich wird, hat der Volkswagen-Konzern von allen analysierten OEMs die höchste Overhead- bzw. SG&A-Quote (berücksichtigt wurden Stellantis, Toyota, Renault, Hyundai, BMW, Mercedes-Benz, Ford, GM, BYD Co., SAIC Motor).

Dass hier ein gewisser Handlungsbedarf besteht, hat ja der ehemalige VW-CEO Herbert Diess bereits im Jahr 2021 erkannt (was ihn schlussendlich wohl seinen Job gekostet hat bzw. mindestens ein ausschlaggebender Faktor für die Entlassung war):

Handelsblatt

H+ Autoindustrie

Eklat im VW-Aufsichtsrat: Der Konzernchef Herbert Diess bringt massiven Stellenabbau ins Spiel

Das Stammwerk muss auf Elektroautos umgestellt werden. Konzernchef Diess legt den Abbau von bis zu 30.000 Stellen nahe. Seine überrumpelten Aufsichtsräte protestieren energisch.

Stefan Menzel, Martin Murphy, Sönke Iwersen
13.10.2021 - 04:35 Uhr

Abbildung 30: Ex-CEO Herbert Diess bringt größeren Personalabbau bei VW ins Spiel; Quelle: Handelsblatt

Dass die Kosten im Wettbewerbsvergleich recht hoch sind, ist das eine. Dass – ohne das Einleiten von Gegenmaßnahmen – weitere Steigerungen bevorstehen,

das andere. Für einige VW-Gesellschaften außerhalb des VW-Haustarifvertrags hat die IG Metall bereits Lohnsteigerungen i.H.v. ca. 5% über die nächsten zwei Jahre verhandelt:

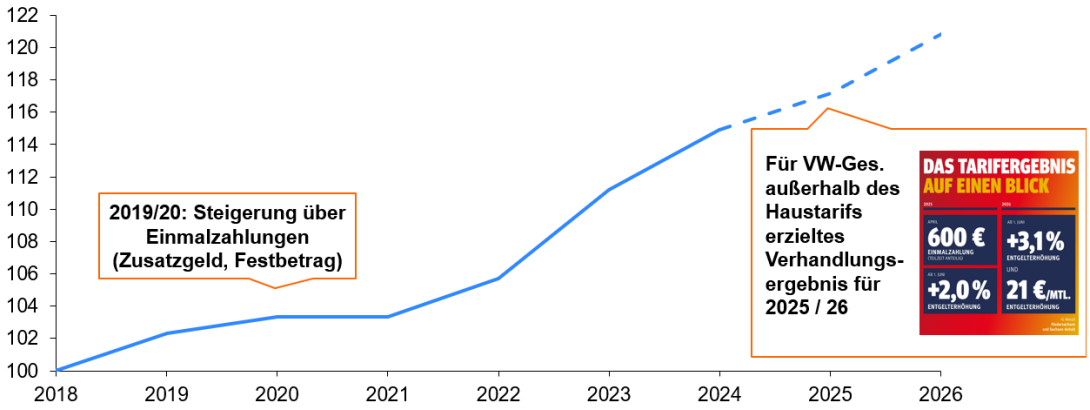


Abbildung 31; Tarifabschlüsse VW Haustarif seit 2018 (indexiert); Quelle: IG Metall, Presserecherche

Wenn diese Steigerungen auch für die gesamte Belegschaft von Volkswagen Deutschland gelten sollten, könnte dies für den Gesamtkonzern – wie in der Vergangenheit – einen durchschnittllichen Anstieg der Personalkosten von 2% bzw. absolut ~1 Mrd. EUR bis Ende 2026 bedeuten, über die nächsten 5 Jahre fortgeschrieben würden wir hier über ~5,5 Mrd. EUR pa sprechen.

4.3 Potenzielle Strafzölle auf Importe in die USA

Das Thema Strafzölle auf Autoimporte in die USA wurde spätestens an dem Tag virulent, als Donald Trump als Gewinner der US-Präsidentschaftswahl feststand. Inwzischen ist klar, dass nicht nur Fahrzeuge aus Europa mit einem Importzoll i.H.v. 25% belegt werden sollen, sondern – trotz Freihandelsabkommen USMCA – auch Importe aus Mexiko und Kanada.

Im Jahr 2024 hat Volkswagen in Nordamerika mehr als 1 Mio. Fahrzeuge abgesetzt, von denen der größte Teil in die USA gehen sollte. Produktionstechnisch ist Volkswagen in den USA bereits mit seinem Werk in Chattanooga (Tennessee) vertreten, welches eine Produktionskapazität von 200 Tsd. Fahrzeugen besitzt. Darüber hinaus produziert der Standort in Puebla, Mexiko bis 350 Tsd. Fahrzeuge pa. Wir sprechen hier also in Summe von schätzungsweise etwa 300 bis 500 Tsd. Fahrzeuge (inkl. hochpreisiger Modelle von Porsche und Audi), die von den Zöllen betroffen sein könnten.

Darüber hinaus plant Vokswagen eine Batteriefabrik in Kanada, welche zukünftig Batterien im Umfang von bis zu 24 GWh in die US-Montagewerke liefern könnte.

Nichts desto trotz macht sich Volkswagen – so wie die anderen Autobauer auch – (vielleicht auch berechtigte) Hoffnungen, dass die Zölle schlussendlich wieder relativiert werden.

Dieser Optimismus hat mehrere Gründe.

Zum einen wird der nordamerikanische Markt von Volkswagen wie gesagt bereits zum Teil aus den lokalen Montagewerken in den USA (Chattanooga) und Mexiko (Puebla, Queretaro und San Jose Chiapa) bedient. Die folgende Darstellung aus einem aktuellen Rating-Bericht von Standard & Poors zeigt das ganz gut (Zahlen auf Basis 2023):

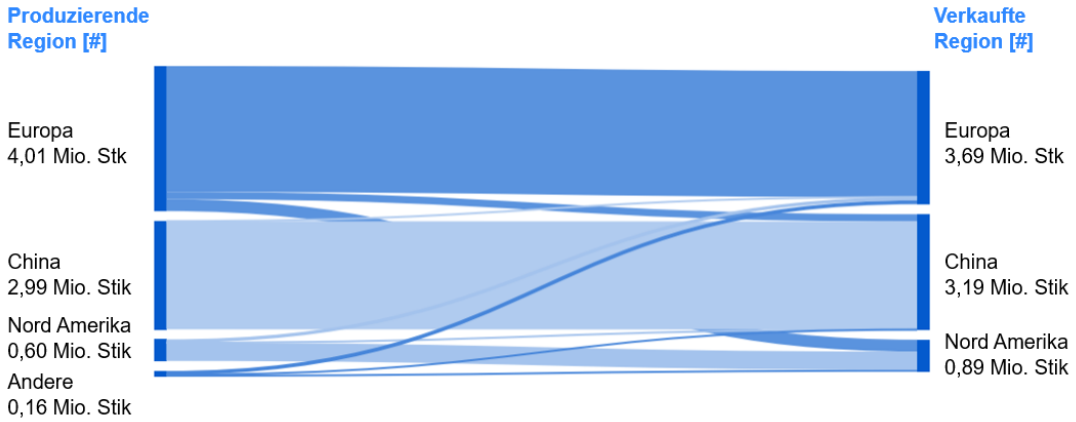


Abbildung 32: Absatz VW AG nach Produktionsregion (2023E); Quelle: Standard & Poors Feb. 2024

Zum anderen sind die Wertschöpfungsketten aller großen OEMs in Nordamerika über die drei ehemaligen NAFTA-Länder USA, Mexiko und Kanada hinweg eng miteinander verflochten. Mit den Zöllen auf Importe aus Mexiko würde Trump also auch den großen US-OEMs (Ford, GM, Stellantis) schaden.

Dies sagt Arno Antlitz im Earnings Call der Volkswagen AG:

> **We do realize that the US car industry as well is strongly vertically integrated both in Canada and Mexico. So I would assume that discussions will be seen in that context. – CFO Arno Antlitz im Media Call zum GJ 2024 (11.3.25)**

Das sagt aber auch Ford-CEO Jim Farley (wie das Manager Magazin schreibt):

manager

Kritik am US-Präsidenten

Trumps Zölle schaden laut Ford-Chef US-Autobauern

Fords Geschäftszahlen zeigen: Der US-Autobauer bekommt seine Probleme mit dem Verkauf von Elektroautos weiter nicht in den Griff. Neue Schwierigkeiten sind laut CEO Jim Farley schon absehbar – wegen der Zölle von US-Präsident Donald Trump.

06.02.2025, 08.06 Uhr

Der „Local Content" dieser Wertschöpfungskette sollte also – so hofft jedenfalls VW – in den meisten Fällen ausreichen, um die Strafzölle zu umgehen… bzw. dafür sorgen, dass diese am Ende gar nicht scharf geschaltet werden (wobei es danach gerade nicht assieht).

Und schlussendlich ist Volkswagen selbst inzwischen ein relevanter Player auf dem US-Markt. Neben dem bereits poduzierenden Montagewerk in Chattanooga baut das Unternehmen aktuell eine weitere Fabrik für die Marke Scout in Columbia, South Carolina, aus der ab Ende 2026 jährlich ca. 200 Tsd. Fahrzeuge vom Band laufen sollen. Darüber hinaus hat das Unternehmen Ende 2024 ca. 1 Mrd. EUR für eine 9%ige Beteiligung am US All-Electric OEM Rivian ausgegeben.

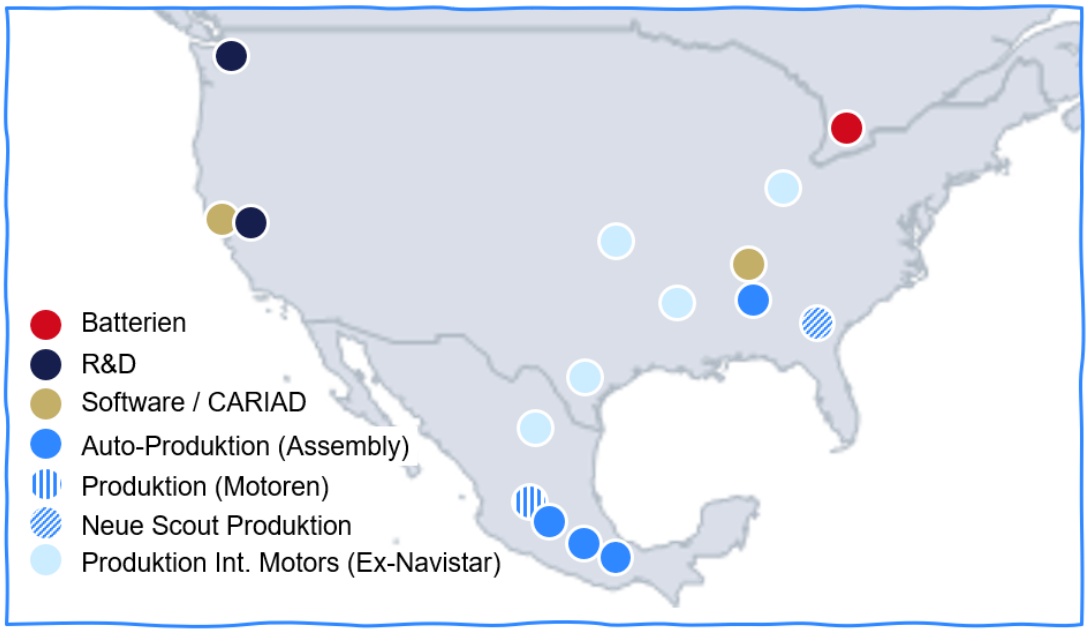


Abbildung 33: VW Operations in Nordamerika; Quelle: Volkswagen Webseite, eigene Recherchen

Um einen möglichen finanziellen Schaden einmal zu quantifizieren, gehen wir einmal davon aus, dass schlussendlich – nach Berücksichtigung der lokalen Produktion in Chattanooga sowie der anteiligen Anrechnung der Produktion in Mexiko („Local Content"-Anforderungen erfüllt) noch ca. 400 Tsd. Fahrzeuge vom Zoll betroffen sein werden. Bei einem Durchschnittspreis von ~65.000 EUR würde das zusätzliche Kosten i.H.v. ca. 6,5 Mrd. EUR bedeuten (die entweder die Volkswagen AG, der Konsument oder beide anteilig übernehmen müssten).

Bevor es ggf. zu einer Strategieanpassung („mehr Poduktion in den USA") kommt, würde Volkswagen wahrscheinlich zunächst mit Vertriebsmaßnahmen gegensteuern:

- Reduktion der gängigen Incentives, um dem Margenrückgang entgegenzuwirken (ohne Erhöhung des Listenpreises möglich)
- Fahrzeug-Features (und deren Preise) optimiern
- Volumen in andere Regionen umleiten und dort stärker wachsen
- Preise erhöhen – 10-15% sollten ggf. möglich sein, ohne die Volumen zu gefährden (weil alle anderen OEMs (inkl. der US-amerikanischen) den Margendruck ebenfalls spüren werden)

Alles in allem könnte der Großteil des negativen Margeneffekts auf diese Weise jedenfalls teilweise mitigiert werden.

Der zweite wesentliche in die Zukunft gerichtete negative Effekt der potenziellen „USMCA-internen" Zölle i.H.v. 25% könnte die Verteuerung der planmäßig ab 2027 aus Kanada in die USA exportierten Batterien für die in Chattanooga und Columbia produzierten Elektrofahrzeuge sein.

Bei einem Batteriepreis i.H.v. ca. 75 EUR / kWh und einer jährlichen Produktion von ca. 24 GWh (ausreichend für ~400.000 Fahrzeuge mit einer durchschnittlichen Batteriekapazität von ~60 kWh) würde der Zoll in Zusatzkosten in einer Größenordnung von ~450 Mio. EUR bzw. ca. 1.100 EUR je Fahrzeug führen (und einem Schaden i.H.v. ~200 Mio. EUR, falls ca. 50% der Zusatzkosten in Form höherer Preise an die US-Kunden weitergegeben werden können).

In Summe sprechen wir hier also über einen möglichen Schaden i.H.v. ~2 bis 3 Mrd. EUR jährlich.

Allerdings: Bis 2029 / 30 sollte auch Volkswagen – sollten die Zölle zu dem Zeitpunkt tatsächlich noch existieren – eine strategische Anpassung vorgenommen haben. Die Pickup-Produktion in Columbia ist da ggf. nur der erste Schritt.

5 Auswirkungen auf Gewinn und Cash Flow im „Weiter so“-Szenario

In den vorheigen Kapiteln bin ich auf die wesentlichen Herausforderungen und „Headwinds“ für die Volkswagen AG in den kommenden Jahren eingegangen und habe versucht, diese grob bzw. überschlägig zu quantifizieren. Dabei habe ich als vorsichtiger Investor einen bewusst konservativen Ansatz gewählt (so hoffe ich jedenfalls).

Bei diesen Effekten handelt es sich konkret um:

- den Verlust von Marktanteilen in einer Größenordnung von ca. 5% (oder ~600 Tsd. Fahrzeugen) an die chinesischen All-Electric OEMs BYD und Co.
- den Verlust weiterer Marktanteile in China um 40-70% (und damit den Rückgang der jährlichen Dividendenzahlungen der China-JVs)
- den erforderlichen Ramp-Up des BEV-Anteils auf ca. 50-60% bis zum Ende des Jahrzehnts (bei einem Margennachteil ggü. den ICE-Fahrzeugen von ~10%-Punkten)
- eine jährliche Steigerung der Personalkosten (entsprechend der historischen Entwicklung) i.H.v. ca. 2% pa
- erhöhte Abschreibungen durch das Überinvestment in neue Produktionsanlagen und R&D (im Vergleich zum historischen Durchschnitt)
- negative Effekte aus den aktuell diskutierten Importzöllen i.H.v. 25% für Batterieimporte aus Kanada in die USA sowie Fahrzeugimporte aus Europa und Mexiko in die USA

Ausgehend vom reporteten Ergebnis für das Geschäftsjahr 2024 und unter Berücksichtigung des Gewinnanteils der China-JVs sowie der ausgewiesenen nicht wiederkehrenden Aufwendungen kommen wir nach Abzug aller negativen Effekte im Großen und Ganzen bestenfalls bei einem Nullergebnis im Jahr 2029 raus:

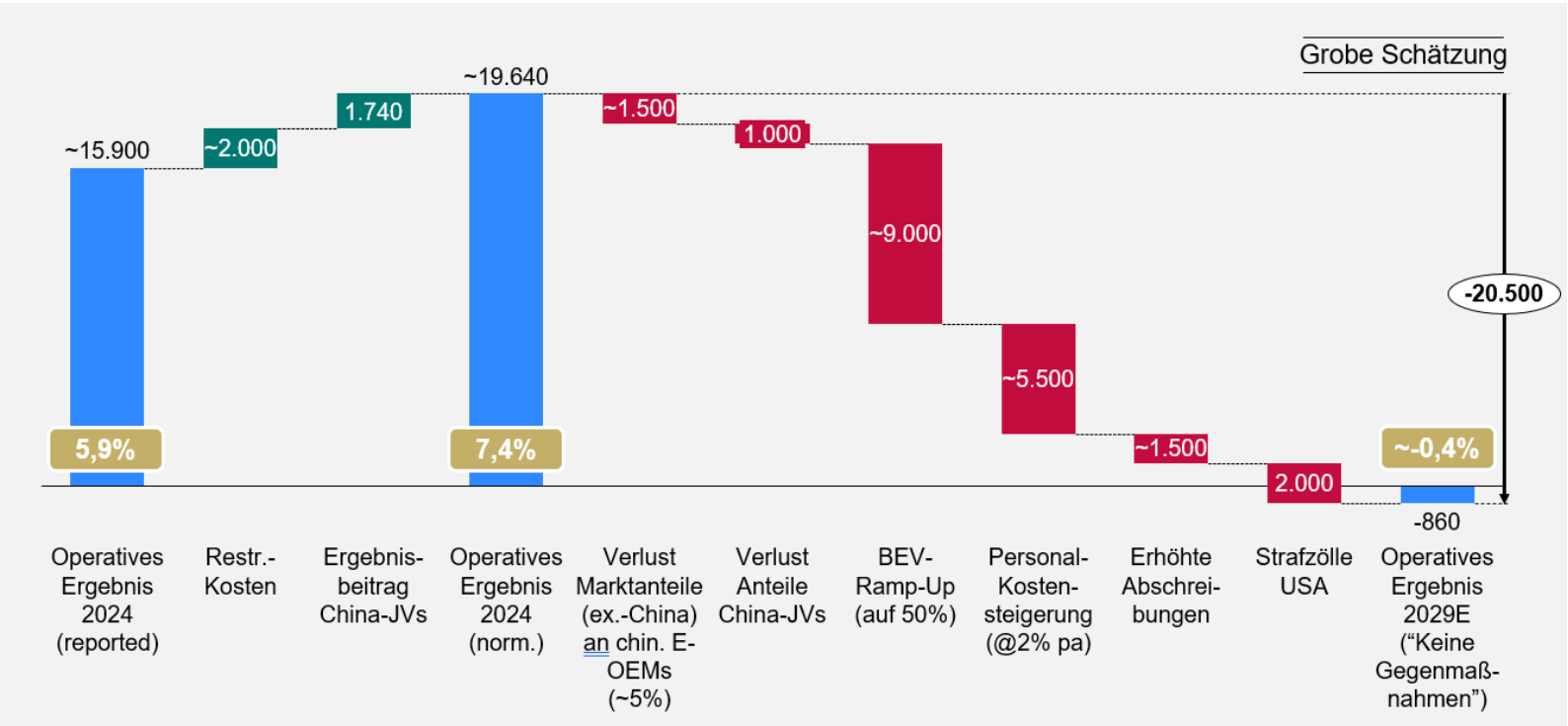


Abbildung 34: Aggregierter negativer Effekt auf die GuV des Volkswagen-Konzernsbis 2027 [Mio. EUR]

Die aggregierten Marktanteilsverluste, Kostensteigerungen etc. betragen dabei in meiner Abschätzung ~20 Mrd. EUR, wobei der Großteil auf die zusätzlichen Kosten durch den Ramp-Up des BEV-Anteils sowie eine erwartete zukünftige Steigerung der Personalkosten entfällt.

Bei diesem negativen Ausblick stellt sich also die Frage: Wie plant das Management des Volkswagen-Konzerns rund um CEO Oliver Blume auf diese Herausforderungen zu reagieren? Welche konkreten Maßnahmen sind geplant und welchen gegenläufigen Effekt werden diese auf die GuV haben?

6 Automobilgeschäft Volkswagen: Quo Vadis?

Gegeben die in den vorherigen Kapiteln adressierten (und i.W. ja auch bekannten) historischen Herausforderungen hat das Volkswagen-Management konsequenterweise bereits ein ebenso historischen und umfangreiches Maßnahmenpaket beschlossen.

6.1 High-Level Performanceziele des VW-Konzerns

Bevor wir in die detaillierten Maßnahmen (und deren Bewertung) eintauchen, vielleicht ein kurzer Überblick über die Top-Down kommunizierten Performance-Ziele des VW-Konzerns.

Im Wesentlichen hat Volkswagen für jede größere Einheit im Automobilgeschäft ein mittelfristiges Ziel für die operative Marge definiert. Das folgende Schaubild zeigt die historische Entwicklung der Marge von 2014 bis 2024 sowie rechts daneben das Anspruchsniveau (ursprünglich bereits für 2026 ausgerufen).

Das Interessante dabei: Wenn wir einmal vom Umsatzniveau des Jahres 2024 ausgehen und die gleich folgenden zusätzlichen Annahmen treffen, dann folgt aus den individuellen Zielen eine übergeordnete operative Marge für den Konzernbereich Automobile i.H.v. ca. 11%.

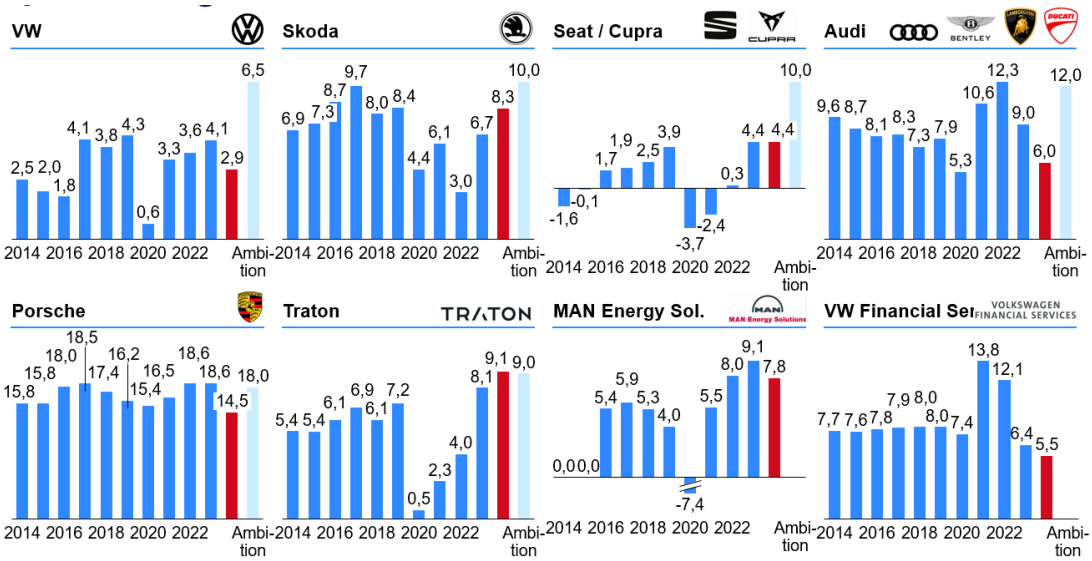


Abbildung 35: Historische Entwicklung der operativen Marge je wesentlichem Segment sowie Ambitionsniveau [%]; Quelle: Geschäftsberichte, Investorpräsentationen Volkswagen AG

Folgende weitere Annahmen:

- Die Zielmarge der Bereiche VW Nutzfahrzeuge und Tech Components beträgt analog VW Pkw ebenfalls 6,5%
- Das Batteriegeschäft und die Software-Entwicklung (PowerCo und CARIAD) erzielen zukünftig Lizenzeinnahmen und erreichen den Break-Even (also operative Marge mindestens gleich Null) – wurde im letzten Earnings Call so kommuniziert
- Die beiden Items „Andere“ und „Konsolidierung“ werden auf Basis des Ergebnisses in 2024 fortgeschrieben

Hier die Herleitung auf Basis der kommunizierten Umsatzzahlen und Margenziele:

Einheit	Umsatz Mio. EUR	Margenziel %	Marge Mio. EUR
Volkswagen Passenger Cars	88262	6.5%	5737
Skoda	27787	10.0%	2779
Seat / Cupra	14530	10.0%	1453
VW Nutzfahrzeuge	15142	6.5%	984
Consolidation Brand Core	-26345	0.0%	0
Progressive (Audi, Bentley, Lamb	64532	12.0%	7744
Luxury (Porsche)	36438	18.0%	6559
Traton	46183	9.0%	4156
Andere	-22976	5.0%	-1149
Auto-Marken	**243553**	**11.6%**	**28263**
Tech. Components	20645	6.5%	1342
Cariad	1327	0.0%	0
Battery	8	0.0%	0
MAN Energy Solutions	4333	7.8%	337
Konzernbereich Automobile	**269866**	**11.1%**	**29942**
VW Financial Services	54806	5%	2740
Konzernbereich Automobile	**324672**	**10.2%**	**33020**

Abbildung 36: Ermittlung operativer Marge Konzernbereich Automobile auf Basis der Einzelziele; Quelle: Geschäftsberichte, Investorpräsentationen, eigene Berechnungen

Wenn der Volkswagen-Konzern die selbst gesteckten Ziele also erreichen würde, dann würde allein der operative Gewinn des Automobilgeschäfts bei ca. 30 Mrd. EUR liegen. Bei einer unterstellten Cash Conversion Rate von 60% - ebenfalls ein ausgegebenes Ziel – würde das einem Netto-Cash Flow des Automobilgeschäfts i.H.v. ~18 Mrd. EUR entsprechen (versus 5 Mrd. EUR in 2024).

Unklar ist in diesem Zusammenhang allerdings noch etwas, welcher Anteil des zukünftigen China-Geschäfts in den konsolidierten Zielmarken enthalten ist und welcher Teil nach wie vor auf die Joint Ventures entfällt.

Gehen wir darüber hinaus davon aus, dass die Einheit VW Financial Services zukünftig eine operative Marge i.H.v. 5% erwirtschaften kann, dann wäre die Marge des Gesamtkonzerns – also Automobilgeschäft plus Finanzdienstleistungen – immernoch zweistellig (~10,2%).

Wie am folgenden Quervergleich zu erkennen, würde der Volkswagen-Konzern damit zu einem der profitabelsten OEMs der Welt aufsteigen (nur die echten Premiumhersteller wie Ferrari oder Porsche sowie der Toyota-Konzern schaffen bereits heute ein besseres Ergebnis):

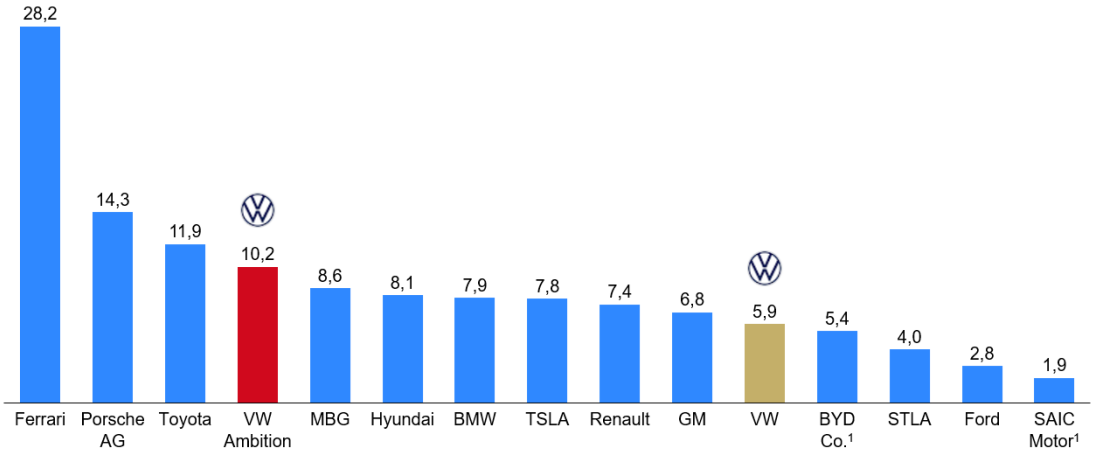


Abbildung 37: Operative Margen verschiedener Automobilhersteller 2024 (jeweils Gesamtkonzern, d.h. inkl. Finanzdienstleistungen) [%]; Quelle: TIKR | 1. Daten aus 2023

Was die Darstellung allerdings auch aussagt: Bisher hat Volkswagen relativ wenig in Richtung Produktivitätssteigerung unternommen… zu erkennen insbesondere an der hohen SG&A-Quote.

Schauen wir uns nun einmal an, mit welchen Maßnahmen Volkswagen dieses übergeordnete Margenziel ganz konkret erreichen will.

6.2 Strategische und operative Gegenmaßnahmen des Vorstands

Auf Basis der letzten Investoren-Calls und -Präsentationen hat mal als Volkswagen-Investor – jedenfalls aus meiner Perspektive – schon das Gefühl, dass das Management einen konkreten Turnaround-Plan hat… und zwar meiner Meinung nach einen, der den historischen Herausforderungen des Unternehmens auch gerecht wird.

Insgesamt hat das Management-Team rund um CEO Oliver Blume die folgenden wesentlichen Maßnahmen und Initiativen zur Gewinnsteigerung definiert:

- Eine größere Modelloffensive (BEV und ICE) über alle Marken hinweg ab 2025 / 26
- Eine regionale „In China, for China"-Strategie
- Ein gruppenweites Sparprogramm mit einem Einsparziel in einer bisher nie dagewesenen Größenordnung (15 Mrd. EUR allein für VW)
- Den Aufbau einer eigenen Batteriefertigung an drei Standorten (PowerCo)
- Die Entwicklung einer einheitlichen Fahrzeugarchitektur für alle zukünftigen E-Fahrzeuge (SSP-Plattform)
- Die Entwicklung Markt-spezifischer Software-Architekturen (zusammen mit den externen Partnern Rivian und XPeng)

Gehen wir auf die geplanten Maßnahmen einmal im Einzelnen ein.

6.2.1 Modelloffensive ab 2025 / 26

Der Volkswagen-Konzern plant zwischen 2025 und 2027 eine umfangreiche Modelloffensive mit dem Ziel, seine Wettbewerbsfähigkeit zu stärken und die Elektromobilität voranzutreiben.

Zunächst mal die Highlights auf der BEV- und Hybrid-Seite. U.a. folgende neue Fahrzeuge sollen planmäßig auf den Markt kommen

- Der Audi Q6 e-tron Sportback (2025), ein mittelgroßes Elektro-SUV mit einer Reichweite von über 600km
- Die vollelektrischen Porsche-Modelle 718 Cayman und Boxster (ab 2025)
- Der ID.2all, das erste vollelektrische Fahrzeug für unter 25.000 EUR produziert in Spanien (Markteinführung vorgesehen für 2026)
- Der Skoda Epiq, ein kleiner, in Spanien gefertigter vollelektrischer SUV (ab 2026), Preispunkt offenbar ebenfalls ~25.000 EUR

- Der Cupra Raval, ein in Spanien produzierter BEV in der gleichen Klasse wie ID.2 und Epiq
- Der ID.Every1, ein BEV-Kleinwagen mit Einstiegspreis ~20.000 EUR, ebenfalls produziert auf der iberischen Halbinsel (ab 2027)
- Ein Elektro-SUV sowie ein E-Pick-up der wiederbelebten US-Marke Scout, produziert im neuen US-Werk in Columbia (ab 2027). Geplant ist eine Kapazität von 200 Tsd. Fahrzeugen (Kommentar: Volkswagen hat vor einigen Jahren ja bereits bei Cupra gezeigt, dass es neue Marken erfolgreich aufbauen und auch hochskalieren kann)
- Ein erster vollelektrischer Lamborghini gegen Ende der Dekade (weitere Detials dazu stehen allerdings noch aus)
- ...

Darüber hinaus wird es allerdings auch nochmal eine ganze Reihe neuer ICE-Fahrzeuge geben, u.a.

- Die Neuauflage des T-Roc (ab 2025)
- Die neue Generation des Audi A5
- Die neue Generation des Cayenne (als Verbrenner- und Hybrid-Variante)
- ...

Insgesamt sprechen wir hier von schätzungsweise 25+ neuen Modellen in den kommenden paar Jahren.

Nun die interessante Frage: Was verspricht sich Volkswagen von den neuen Modellen im Hinblick auf die Entwicklung der Produktivität des Konzern (insbesondere vor dem Hintergrund der höheren Herstellkosten der BEVs)?

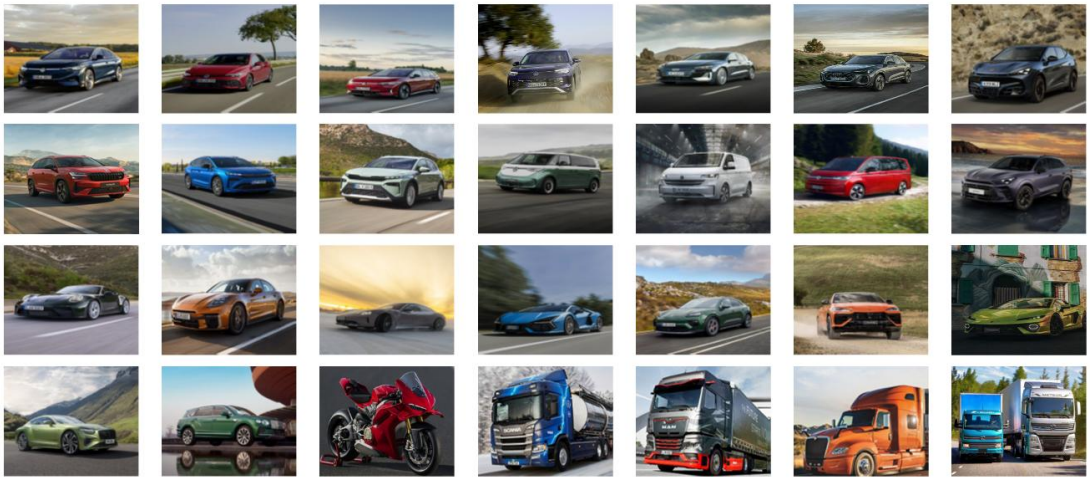


Abbildung 38: Überblick über die neuen Modelle des Volkswagen-Konzerns; Quelle: VW AG Investorpräsentation Q42024

Bzgl. der Effekte auf die GuV erwartet Volkswagen als Resultat aus der Modelloffensive für 2025 einen moderaten Umsatzanstieg in Europa und Nordamerika (unter 5%) sowie eine gewisse Aufweitung der Marge durch die attraktiven neuen Modelle.

Im Earnings Call am 11.3.25 ging CFO Arno Antlitz nach meinem Verständnis sogar soweit, für 2025 in Summe eine konstante Entwicklung des Volumen / Preis / Mix-Effekts sowie auch der Produktkosten in Aussicht zu stellen.

Mit anderen Worten: Volkswagen geht davon aus, dass die höheren Margen der neuen Modelle die negativen Effekte aus der BEV-ICE-Substitution größtenteils kompensieren werden. Ich nehme allerdings an, dass diese Annahme nur bei Realisierung der geplanten Einsparmaßnahmen auf der Kostenseite und erstmal nur für das Jahr 2025 gilt.

Ich gehe in meiner High Level-Abschäftung einmal davon aus, dass der Umsatz bei konstanter Absatzmenge um ca. 3% erhöht und die Marge um 1%-Punkt aufgeweitet werden kann

6.2.2 „In China, for China"-Strategie

Wie wir gesehen haben, hat der Marktanteil der China-JVs – und in der Konsequenz auch der erwirtschaftete Gewinn – über die letzten Jahre kontinuierlich abgenommen, was insbesondere auf den Markteintritt der chinesischen All-Electric OEMs zurückzuführen ist… und natürlich auf ein fehlendes wettbewerbsfähiges BEV-Angebot seitens des Volkswagen-Konzerns.

Insbesondere hat es Volkswagen nicht geschafft, ein preisgünstiges Elektrofahrzeug mit den für den chinesischen Markt spezifischen digitalen Features auf den Markt zu bringen. Dies lag vor allem daran, dass die Fahrzeuge (die Plattform, die Software, you name it…) nach wie vor zentral in Deutschland entwickelt wurden und daher nicht auf den „neuen" chinesischen Automarkt zugeschnitten waren.

Dieses Problem will Volkswagen nun mit seiner so genannten „In China, for China" Strategie angehen.

Wichtig vorab: Die Umsetzung der Strategie basiert explizit nicht auf einer Weiterentwicklung der existierenden Joint Ventures mit SAIC und FAW, sondern setzt auf mehr Eigenständigkeit bzw. die Zusammenarbeit mit neuen Partnern… wobei die JVs mit SAIC und FAW natürlich ggf. von den neuen Entwicklungen profitieren werden.

Immerhin wurden in der Zwischenzeit bereits das SAIC-VW-Werk in Anting und das FAW-VW-Werk in Foshan auf die BEV-Produktion umgestellt – insgesamt mit einer Kapazität von ~600 Tsd. Fahrzeugen pa. Bei einer Absatzmenge in China von ca. 210 Tsd. BEVs in 2024 ist die Auslastung der Werke allerdings vermutlich eher unbefriedigend.

Was soll also in Zukunft passieren?

Zum einen hat Volkswagen in China ein eigenes R&D Center eröffnet bzw. eine eigene Entwicklungsgesellschaft gegründet: Die Volkswagen Group China Technology Company (VCTC). Diese Firma soll zukünftig die Fahrzeuge für den chinesischen Markt lokal entwickeln. Konkret erwartet Volkswagen daraus bereits kurzfristig die ersten positiven Impulse:

- Die Entwicklungszeit soll sich gegenüber dem bisherigen zentralen Ansatz um ca. 30% verringern
- Die neue CMP-Plattform (das Äquivalent zur globalen Plattform SSP) soll bis 2026 zu einer Kostenreduktion in der Größenordnung von 40% führen

Diese Kostenersparnis soll auch aufgrund der neuen und gemeinsam mit dem neuen JV-Partner XPeng entwickelten Softwarelösung realisiert werden können (zunächst die zonale Electrical / Electronic (E / E) Architektur, dann später die CEA – China Electrical Architecture).

Darüber hinaus betreibt Volkswagen in China, genauer gesagt in Anhui, seit einiger Zeit ein Werk, welches zu 75% zu Volkswagen gehört und daher auch im konsolidierten Jahresabschluss enthalten ist. Dieses Werk hat eine Kapazität i.H.v. ca. 350 Tsd. Fahrzeugen und soll ab 2025 den neuen ID.Unyx produzieren (und ab 2026 vier weitere Ausführungen des Fahrzeugs).

Im Werk soll außerdem der SUV-Coupé Cupra Tavascan hergestellt und nach Europa exportiert werden.

In direkter Nähe zum Werk in Anhui hat Volkswagen China außerdem eine eigene Batteriefabrik mit einer Kapazität von ca. 150-180 Tsd. Stück pa in Betrieb genommen. Der Fokus liegt dabei auf der Produktion der günstigeren LFP-Batterien (im Vergleich zu den aktuell gesourcten NMC-Batterien). Diese vertikale Integration ist Teil einer konsequenten „Local Sourcing“-Strategie, um die Kosten in China zu senken.

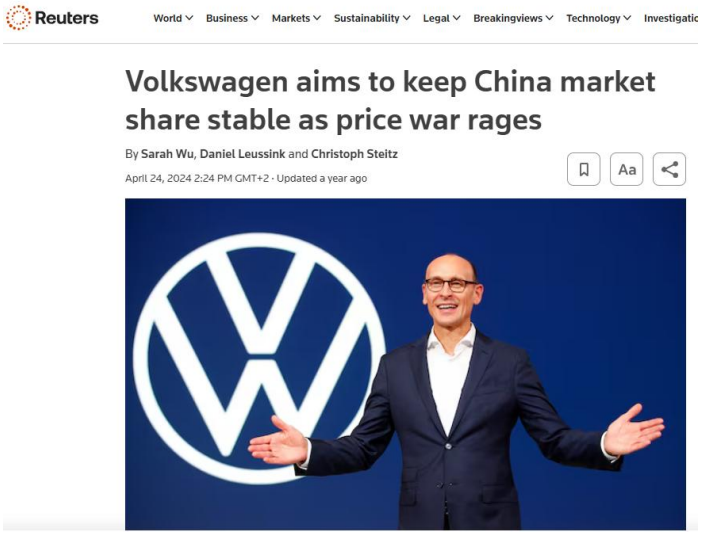


Abbildung 39: Volkswagen plant mit konstantem Marktanteil in China bis 2030 (~15% bzw. 4 Mio. Fz.) Quelle: Reuters

Alles in allem soll der Absatz aufgrund der eingeleiteten Maßnahmen ab ca. 2026 / 27 wieder ansteigen. Zahlenmäßig plant Volkswagen bis zum Ende der Dekade mit einem konstanten Marktanteil von 15%, was aufgrund des noch wachsenden Marktes einem Absatz von ~4 Mio. Fz. entsprechen soll, sowie mit einem operativen Ergebnis i.H.v. 3 Mrd. EUR (2 Mrd. bereits ab 2027). Bei 50% der verkauften Fahrzeuge soll bis 2030 um reine Elektrofahrzeuge handeln.

Das alles geht aus einer Pressemitteilung der Volkswagen AG vom 24.4.2024 hervor:

Volkswagen's improved competitive position is also reflected in ambitious mid- and long-term targets: The Group aims to continuously increase its proportionate operating result to more than EUR 2.0 bn by 2027, with the goal of achieving around EUR 3.0 bn by the decade's end. The Group has set ambitious sales targets in China of approximately 4 million vehicles by 2030, corresponding to a market share of about 15 percent. Every second vehicle sold is targeted to have an electric drive by 2030. – Pressemitteilung Volkswagen AG vom 24.4.2024

6.2.3 VW: Einsparungen in der Größenordnung von >15 Mrd. EUR pa

Nächste Maßnahme: Volkswagen plant bei der Brand Group Core (vornehmlich bei Volkswagen) bis Ende der Dekade ca. 15 Mrd. EUR an Kosten aus der P&L rauszunehmen. Darüber hinaus wurden Sparprogramme bei Audi (Brand Group Progressive) und Porsche (Luxury) aufgelegt.

Mit konkreten Maßnahmen hinterlegt bzw. nach außen kommuniziert ist bisher ca. ein gutes Drittel dieses Betrags.

So sollen ca. 4,0 Mrd. EUR bei den Marken Volkswagen und Volkswagen Nutzfahrzeuge sowie der Komponentenfertigung eingespart werden. Ziel ist die nachhaltige Erzielung einer operativen Marge in den drei Bereichen i.H.v. 6,5% (zuletzt erreicht wurden 2,9 bis 4,9%).

Konkrete Maßnahmen beinhalten:

- Die Aussetzung bzw. Anpassung der mit der IG Metall in anderen Unternehmen bereits vereinbarten Tariferhöhungen bzw. Bonsuzahlungen im VW Haustarif (Effekt ~1,5 Mrd. EUR pa bis 2030)
- Die Reduktion der VW-Werkskapazitäten um ~730 Tsd. Fahrzeuge pa (Auslaufen der Produktion in Dresden (2026) und Osnabrück (27) sowie Schließung einzelner Linien in Wolfsburg (von 4 auf 2) und Zwickau (auf 1))
- Der Abbau von 35.000 Arbeitsplätzen bei VW Deutschland (davon 2/3 über natürliche Fluktuation). Ca. die Hälfte des Abbauziels (~16.000 MA) entfällt laut Manager Magazin auf die Bereiche Verwaltung, Entwicklung und Vertrieb. Hier inkludiert sind ca. 4.000 Arbeitsplätze in der technischen Entwicklung am Standort Wolfsburg

Marken- und Modell-übergreifend sollen außerdem die Entwcklungszeiten / -kosten im Konzern um 30% reduziert werden (zunächst in China sowie als Pilot für den ID.1). Bei einer Kostenbasis von insgesamt ca. 18 Mrd. EUR (~11 Mrd. EUR R&D-Aufwendungen sowie ~7 Mrd. EUR Abschreibungen) würde das konzernübergreifend einem Einsparpotenzial i.H.v. ~5,4 Mrd. EUR entsprechen (ein Potenzial, welches nach meinem Dafürhalten mindestens teilweise in dem kommunizierten 15 Mrd. EUR Ziel enthalten sein sollte).

Konkrete Maßnahmen könnten die Abarbeitung von Entwickliungsaufträgen in Niedriglohnländern wie Indien, Brasilien oder der Slovakei und die weitere

Vereinheitlichung der Plattform- und Software-Architektur beinhalten (dazu später noch mehr).

Was noch fehlt: Bei den Material-, Qualitäts- und Logistikkosten gibt es mit Sicherheit ebenfalls ein gewisses Einparpotenzial. Aufgrund fehlender Anhaltspunkte für die mögliche Größenordnung der Ersparnis habe ich hier erstmal kein Potenzial unterstellt.

6.2.4 Einsparungen bei Audi und Porsche

Darüber hinaus plant Audi nach letztem Stand den Abbau von ~7.500 Arbeitsplätzen in Ingolstadt und Neckarsulm. Zusammen mit anderen noch nicht bekannten Maßnahmen soll das zu einer Kosteneinsparung i.H.v. ~1 Mrd. EUR per annum führen.

Und schlussendlich hat auch die Porsche AG einen Arbeitsplatzabbau kommuniziert. Beim Zuffenhausener Autobauer sollen ~1.900 Stellen wegfallen, was einer Kostenersparnis i.H.v. ca. 150 Mio. EUR entsprechen sollte (bei Annahme durchschnittlicher Personalkostren i.H.v. ~80.000 EUR pa und Mitarbeiter).

Keinen größen Restrukturierungsbedarf hat dagegen Traton. Der LKW-Hersteller mit den großen Marken MAN, Scania und International Motors (ehem. Navistar) hat seine Hausaufgaben in den Jahren ab 2020 bereits gemacht und seine Zielmarge i.H.v. 9% bereits erreicht (nach nur 0,6% im Jahr 2020).

6.2.5 Aufbau einer eigenen Batteriefertigung

Tesla und BYD machen es bereits vor. Die etablierten OEMs ziehen nun so langsam nach und planen den Aufbau einer eigenen Batterieproduktion. Das gilt auch für den Volkswagen-Konzern, der aktuell an drei Standorten Batteriefabriken aufbaut und die zugehörigen Aktivitäten in einer neuen Company mit dem Namen PowerCo gebündelt hat:

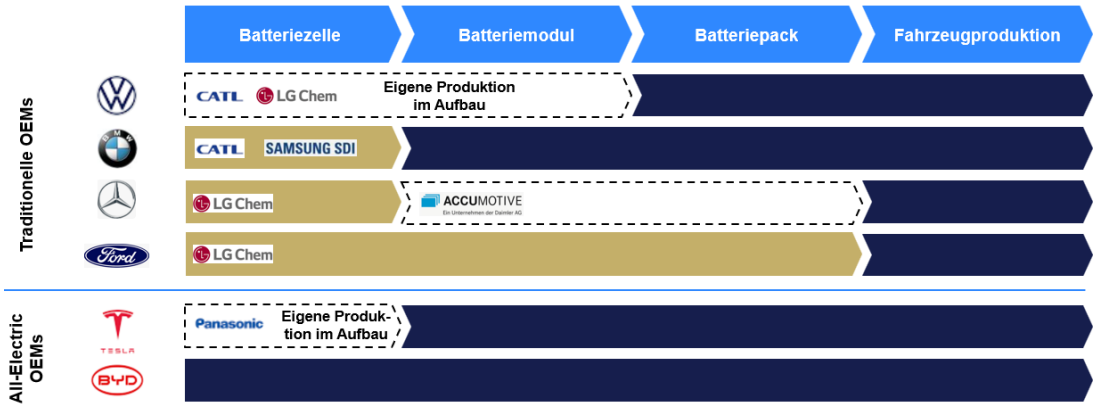


Abbildung 40: Wertschöpfungstiefe bei der Batterieproduktion; Quelle: RWTH Aachen

Dabei bleibt allerdings abzuwarten, ob VW und Co. die Kosten- bzw. Skalenvorteile chinesischer Hersteller wie BYD erreichen können. Jedenfalls scheint schonmal ein gewisser „Technologietransfer“ aus China nach Europa stattzufinden. So bauen Stellantis und CATL (der weltgrößte Batteriezellenhersteller) für 4,1 Mrd. EUR eine 50 GWh-Batteriezellenfertigung in Spanien auf.

Und auch Volkswagen denkt entsprechend groß. PowerCo soll planmäßig in Zukunft nicht nur Volkswagen-Werke mit Batterien beliefern, sondern ganz offensichtlich auch externen Abnehmern zur Verfügung stehen.

Produktseitig plant PowerCo die Herstellung einer so genannten „Unified Cell“, also einer einheitlichen Batteriezelle in einem standardisierten prismatischen Zellformat.

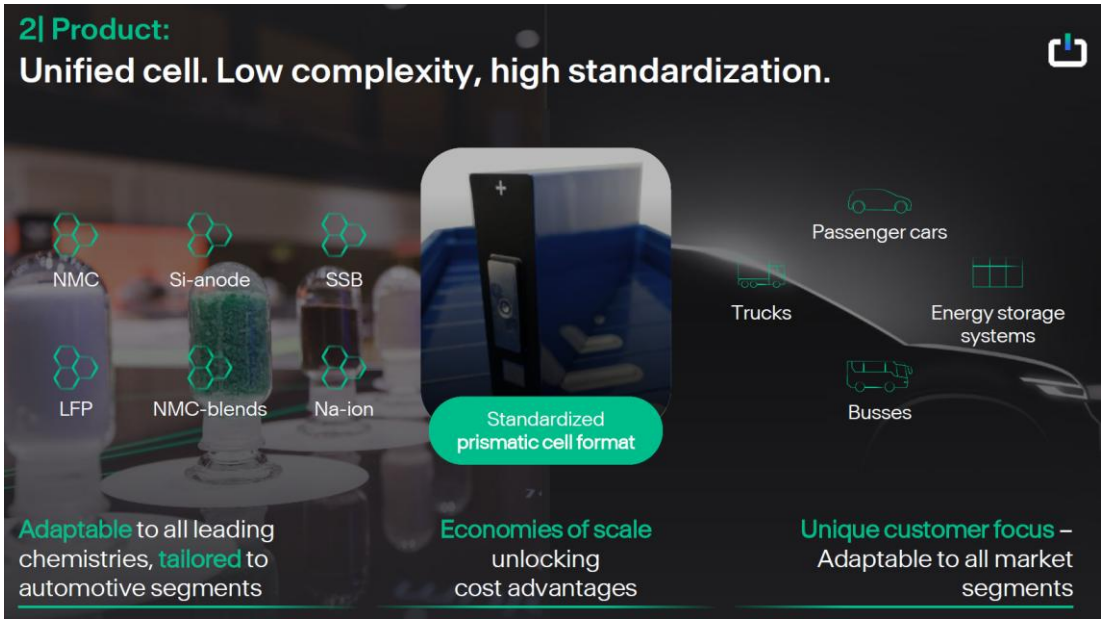


Abbildung 41: Geplante Zellfertigung der PowerCo: Die „Unified Cell“; Quelle: Equity Story Präsentation PowerCo

Die Zelle soll dabei die folgenden Vorteile besitzen:

- Sie soll auf alle führenden Zellchemien adaptiert werden können (NMC, LFP etc.)
- Sie soll in allen möglichen Fahrzeugtypen eingesetzt werden können (Pkws, Lkws, Busse etc.)

Beide Faktoren – Belieferung Dritter und hohe Flexibilität in der Herstellung und Anwendung – sollen über die Zeit die Realiserung signifikanter Skalenvorteile mit sich bringen.

Bis auf Weiteres (sozusagen als Hedge) werden die Batteriezellenfabriken allerdings erstmal in der Nähe der wesentlichen VW-Produktionszentren geplant: In Salzgitter (nahe Wolfsburg), in Valencia (in der Nähe der zukünftigen ID.2 und ID.1-Produktion) sowie in St. Thomas, Kanada (zur direkten Beliferung der US-Werke in Chattanooga und Columbia):

	PowerCo (Valencia)	PowerCo (Salzgitter)	PowerCO (Kanada)
Kapazität:	40 GWh	20 GWh	90 GWh
Typ:	LFP	LFP	LFP
Investment:	>3,0 Mrd. EUR	2,0 Mrd. EUR	4,8 Mrd. EUR
IBN:	2026	Ende 2025	2027
Abschreibung[1]	~3,8 EUR/kWh	5,0 EUR/kWh	2,7 EUR/kWh

Abbildung 42: Planungen PowerCo: Drei Batteriefabriken bis 2027; Quelle: PowerCo, Volkswagen AG, Presserecherche | 1. Bei Annahme Abschreibungsdauer 20 Jahre

Nach meinem Verständnis befinden sich alle drei Fabriken bereits im Bau (mindestens die Baufeldvorbereitung scheint entsprechend der verfügbaren Fotos überall abgeschlossen zu sein). Am weitesten fortgeschritten sind die Arbeiten wohl in Salzgitter (dem ehemaligen Northvolt-Standort), wo die ersten Zellen ab Ende 2025 an die VW-interne Kundschaft ausgeliefert werden sollen.

Wenn man den Prognosen von Bloomberg NEF und Goldman Sachs glauben kann, dann sollten die Batteriepreise bis ca. 2030 nochmal um ca. 30-40% nach unten gehen:

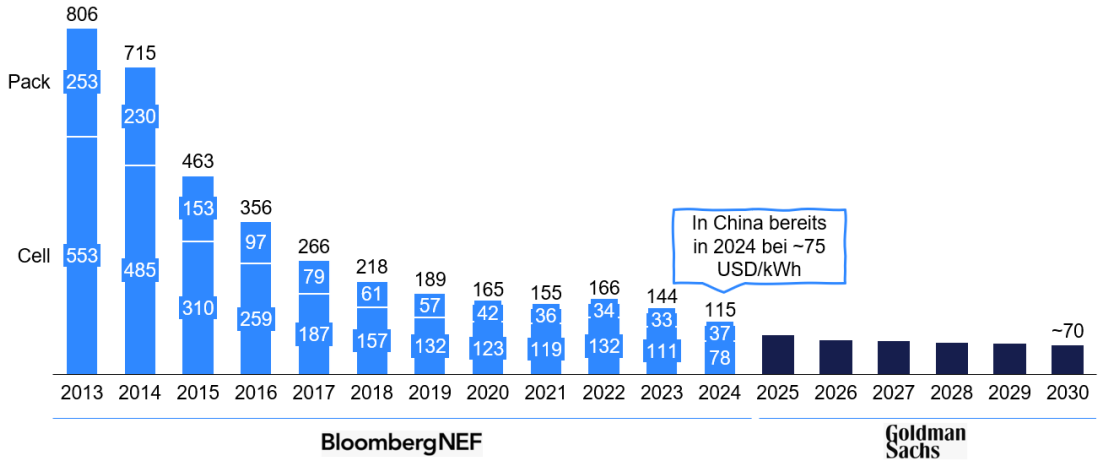


Abbildung 43: Historische und erwartete Entwicklung der Preise für Battery Packs [USD / kWh]; Quelle: Bloomberg NEF, Goldman Sachs

Diese Einschätzung deckt sich mit einer BCG-Analyse der Einsparpotenziale bei der Zellproduktion, wo von einem Optimierungspotenzial der Verarbeitungskosten („Conversion Costs“) von ca. 20-30% die Rede ist.

Eine eigene Produktion bietet darüber hinaus natürlich noch weitere Flexibilität im Hinblick auf die Gestaltung der Verrechnungspreise (z.B. Weiterverrechnung Cost+ für „interne“ Kunden).

Wenn wir also einmal davon ausgehen, dass Volkswagen durch das Insourcing der Batterien (und auch die Optimierung der Produktion) bis 2029 eine Einsparung von ~30 EUR / kWh erzielen kann, dann macht das bei einem BEV-Anteil am Volkswagen-Absatz von 50% (das wären bei konstanten Absatzmengen etwa 3,1 Mio. Fahrzeuge) und einer durchschnittlichen Batteriekapazität von 55 kWh / Fz. grob 5 Mrd. EUR pa an Einsparung ggü. den aktuell zugekauften CATL-Batterien aus.

Einsparung aus Insourcing der Batteriefertigung = 30 EUR / kWh x 55 kWh / Fz x 50% BEV-Anteil x 6.300 Fahrzeuge = ~5 Mrd. EUR

Hinzu kämen noch ca. 1 Mrd. EUR an Hochlaufkosten für PowerCo, die aktuell noch die GuV belasten und zukünftig wegfallen bzw. im günstigeren Batteriepreis bereits reflektiert werden sollten.

Alles in allem könnte das aus dem Aufbau der eigenen Batteriefertigung resultierende Einsparpotenzial also bei ungefähr 6 Mrd. EUR liegen. Der Kostennachteil ggü. einem vergleichbaren Verbrenner würde sich daduch um schätzungsweise ~5% reduzieren. Obwohl die Batterien den größten Kostenblock

an einem BEV repräsentieren: Die Maßnahme für sich genommen würde also noch nicht ausreichen, um Kostengleichheit zu erreichen.

6.3 „Enabler“ der Effizienzsteigerungen und Kostensenkungen

Die bisher dargestellten Kosteneinsparungen sind natürlich nicht ohne Weiteres umsetzbar. Für den Abbau von Personal in der Verwaltung muss natürlich evaluiert werden, ob bestimmte Tätigkeiten und Aufgaben tatsächlich noch erforderlich sind. Falls ja, dann braucht man verbesserte Prozesse, neue Zuschnitte von Aufgabengebieten etc. und muss über eine weitere Digitalisierung nachdenken.

Für die geplante Reduzierung der Entwicklung- und Herstellkosten sind zwei Dinge ganz besonders wichtig:

- Die Entwicklung einer möglichst breit nutzbaren modularen Fahrzeug-Architektur für Elektrofahrzeuge
- Eine effiziente Softwarelösung mit einer stark reduzierten Anzahl an Schnittstellen und zugeschnitten auf die regionalen Kunden- und vielleicht auch Sicherheitsbedürfnisse

Im Folgenden daher einmal ein kurzer Überblick über die Pläne der Volkswagen AG im Hinblick auf Fahrzeug- und Software-Architektur.

6.3.1 Einheitliche Fahrzeug-Architektur für alle Fahrzeuge (außer China)

Die Eintwicklung *einer* übergreifenden BEV-Fahrzeugarchitektur i.W. für alle Pkws im VW-Reich stellt eine ganz wesentliche Maßnahme zur Erreichung der geplanten Effizienzsteigerungen der Volkswagen AG dar. Die so genannte Scalable Systems Platform (SSP) befindet sich gerade in der Entwicklng und soll ab 2028 fertig und einsatzbereit sein.

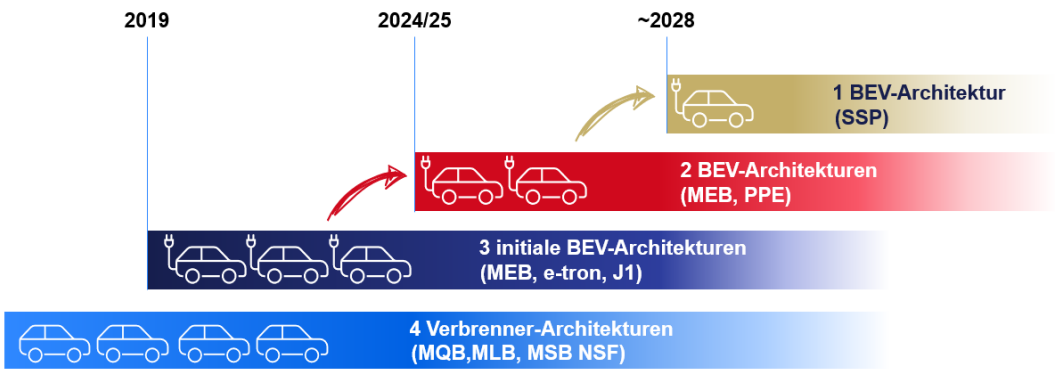


Abbildung 44: Von Volkswagen geplante Entwicklung der BEV-Architektur; Quelle: Investorpräsentation Volkswagen AG

Zurzeit scheint Volkswagen hier allerdings etwas hintendran zu sein, Das Unternehmen hat zwar bei der Entwicklung seiner Elektroplattformen MEB und PPE bereits die Erkenntnisse aus dem Teardown eines Tesla Model Y mit einfließen lassen.

Allerdings sind beipielsweise die auf der PPE-Plattform basierenden Modelle (der Auti Q6 e-tron und der Porsche Macan) noch gar nicht im Handel und die Plattform heute schon veraltet (dies wiederum eine Erkenntnis aus der Zerlegung eines neueren Tesla Model 3) (Quelle: Manager Magazin).

Grundsätzlich sollte eine einheitliche Plattform für eine große Anzahl an Modellen eine ganze Reihe an Vorteilen (und auch Kosteneinsparungen) mit sich bringen:

- Die Entwicklung der Fahrzeuge sollte günstiger werden: Die Kosten für die Weiterentwicklung der Plattform-Architektur lassen sich auf eine größere Anzahl an Fahrzeugen umlegen, die Entwicklung individueller Modelle kann schneller und kostengünstiger umgesetzt werden
- Es ist einfacher und kostengünstiger, eine Produktionslinie auf ein neues Fahrzeug (ggf. sogar von einer anderen Marke) umzustellen. Die Auslastung der Fabriken kann optimiert werden
- Aufgrund der größeren Volumina können Kostenvorteile bei der Beschaffung von Robotern, Werkzeugen, Spare Parts etc. erzielt werden

Was allerdings, wie inzwischen bekannt, nicht funktioniert: Die Plattform- und Fahrzeugentwicklung über die Technologien (i.W. ICE und BEV) hinweg zu optimieren.

Die positiven Effekte aus der Entwicklung der einheitlichen SSP-Plattform spiegeln sich natürlich schlussendlich in den bereits betrachteten Kosteneinsparungen (Personal- und andere Herstellkosten, Entwicklungskosten etc.) wider.

6.3.2 Entwicklung von Markt-spezifischen Software-Architekturen

Über die Probleme von Volkswagen mit der Software-Entwicklung wurde in der Presse landauf landab bereits viel geschrieben… hauptsächlich Negatives. Innerhalb der eigens für die Entwicklung einer wettbewerbsfähigen Auto-Software ins Leben gerufenen Einheit CARIAD wurde inzwischen mehrmals umorganisiert und umpriorisiert.

Man muss allerdings dazu sagen: Gegeben die bisherige MEB-Plattform, die geringe Wertschöpfungstiefe und die daraus resultierende Vielzahl unabhängiger Softwarelösungen involvierter Zulieferer war die Konzeptionierung einer effizienten „Next Level"-Software bisher auch eine Sisyphos-Aufgabe.

Für die Entwicklung der zukünftigen Software-Plattform 2.0 hat Volkswagen nun jeweils ein Gemeinschaftsunternehmen mit zwei externen Partnern gegründet:

- *Für den chinesischen Markt*: Mit XPeng, einem der aufstrebenden chinesischen All-Electric OEMs
- *Für alle Märkte außerhalb von China:* Mit dem US-Amerikanischen OEM Rivian (aktuell Hersteller eines Elektro-SUVs exklusiv für den US-Markt)

Beide Partner setzen bereits auf die effizientere zonale Software-Architektur und können daher die Transformation von Volkswagen hin zum kosteneffizienten BEV-Produzenten substanziell voranbringen.

In China sollen die ersten Modelle mit der gemeinsamen XPeng-Software bereits im Jahr 2026 auf den Markt kommen. Als erstes Modell für den Einsatz der Rivian-Software wurde der für das Jahr 2027 angekündigte ID.1 sowie anschließend die ersten Scout-Modelle auserkoren.

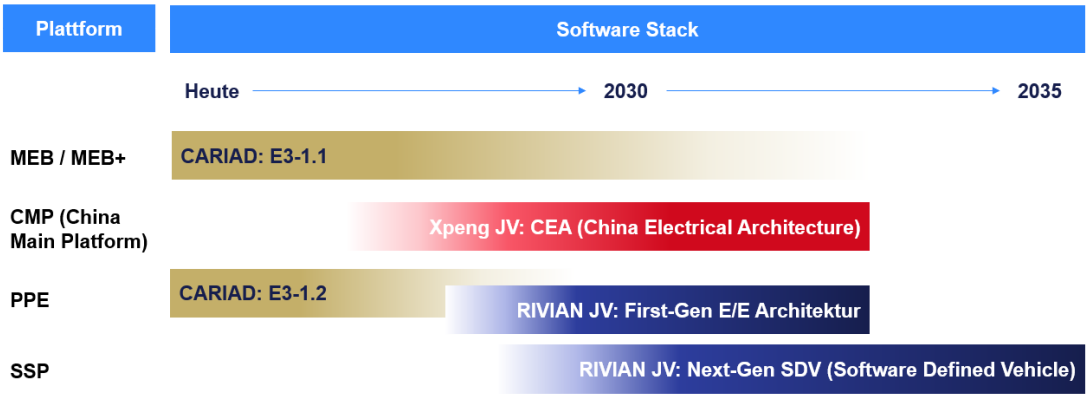


Abbildung 45: VW Planungen bzgl. der Entwicklung einer wettbewerbsfähigen BEV-Software-Architektur

CARIAD selbst ist aktuell noch zuständig für die Pflege der Software-Plattform 1.1 sowie das Ausrollen der Plattform 1.2.

Wesentlicher zusätzlicher Vorteil der Partnerschaften: Die Entwicklungskosten der Software können nicht nur auf die vom Volkswagen-Konzern abgesetzten Pkw, sondern auch auf die Rivian-Fahrzeuge allokiert werden. Gleiches gilt für XPeng in China.

Die Voraussetzungen für eine erfolgreiche Umsetzung des Software-Projekts ist allerdings die Reduzierung der Abhängigkeit von externen Lieferanten, wie ein Artikel in der Zeitschrift Auto Motor Sport zeigt:

> **Ziel der Partnerschaft sei es, den Eigenanteil bei der Software zu erhöhen und die Abhängigkeiten von Lieferanten mit Black-Box Lösungen zu verringern. Damit wolle man die Komplexität reduzieren und die Umsetzungsgeschwindigkeit erhöhen. – Auto Motor Sport zur Software-Partnerschaft von Porsche mit Applied Intuition**

Nach meinem Verständnis geht es hier also nicht ausschließlich um Software-Lieferanten, sondern auch um Lieferanten von Hardware (d.h. Autoteilen und Komponenten), die bisher ihre eigene Software mitliefern und in das Gesamtkonstrukt integriert werden mussten.

Insgesamt hofft Volkswagen die Anzahl an Zentralrechnern im Fahrzeug über den Einsatz einer so genannten zonalen Software-Architektur auf nur ca. 3 bis 4 reduzieren zu können (aktuell noch ein Vielfaches davon). Damit soll schließlich die Abkehr von der bisher eingesetzten (und historisch gewachsenen) Domänenarchitektur erfolgen und der Abstand zu Tesla und den chinesischen All-Electric OEMs verkürzt werden.

7 Bewertung der Maßnahmen und Implikationen auf Marge und Cash Flow

In den vorherigen Kapiteln bin ich im Detail auf die wesentlichen Gegenmaßnahmen eingegangen, die der Vorstand des Volkswagen-Konzerns definiert hat, um den großen zukünftigen Herausforderungen zu begegnen und der resultierenden Margenerosion entgegenzuwirken.

Bei diesen Gegenmaßnahmen handelt es sich konkret um:

- Modelloffensive ab 2025 / 26 mit mehr als 25 neuen Modellen mit im Vergleich attraktiveren Margen (inkl. vieler BEVs und auch einer komplett neuen Marke)
- „In China, for China"-Strategie mit dem Ziel den Marktanteil stabil bei 15% zu halten sowie die Entwicklungskosten um 30% und die Herstellkosten um 40% zu reduzieren
- Einsparungen in der Größenordnung von >15 Mrd. EUR pa bei VW, wovon ~4 Mrd. EUR Stand heute quantifiziert sind und angerechnet werden können
- Einsparungen bei Audi und Porsche in der Größenordnung von aggregiert ~1,0 bis 1,5 Mrd. EUR
- Aufbau einer eigenen Batteriefertigung an drei Standorten

Als wesentliche Voraussetzung bzw. „Enabler" für die Realisierung der Effizienzsteigerungen und Kostensenkungen hat Volkswagen die Umsetzung zweier wesentlicher Projekte in Angriff genommen:

1. Die Entwicklung einer einheitlichen Fahrzeug-Architektur für alle BEV-Fahrzeuge (außer China) bis ~2028 (die Scalable System platform SSP)
2. Die Entwicklung von Markt-spezifischen Software-Architekturen für BEVs in Zusammenarbeit mit externen Partnern (Rivian für den globalen Markt, XPeng für China)

7.1 Aggregierte Sicht auf den zukünftigen EBIT des Automobilbereichs

Wenn wir nun eine *vollständige Realisierung* der angesprochenen Maßnahmen unterstellen, dann könnte sich die operative Marge nach ein paar herausfordernden Jahren bis ca. 2029 wieder in der Größenordnung von ~20-25 Mrd. EUR einpendeln. Je nach realisierter Umsatzsteigerung könnte das einer operativen Marge zwischen ~7,5 und 8,5% entsprechen:

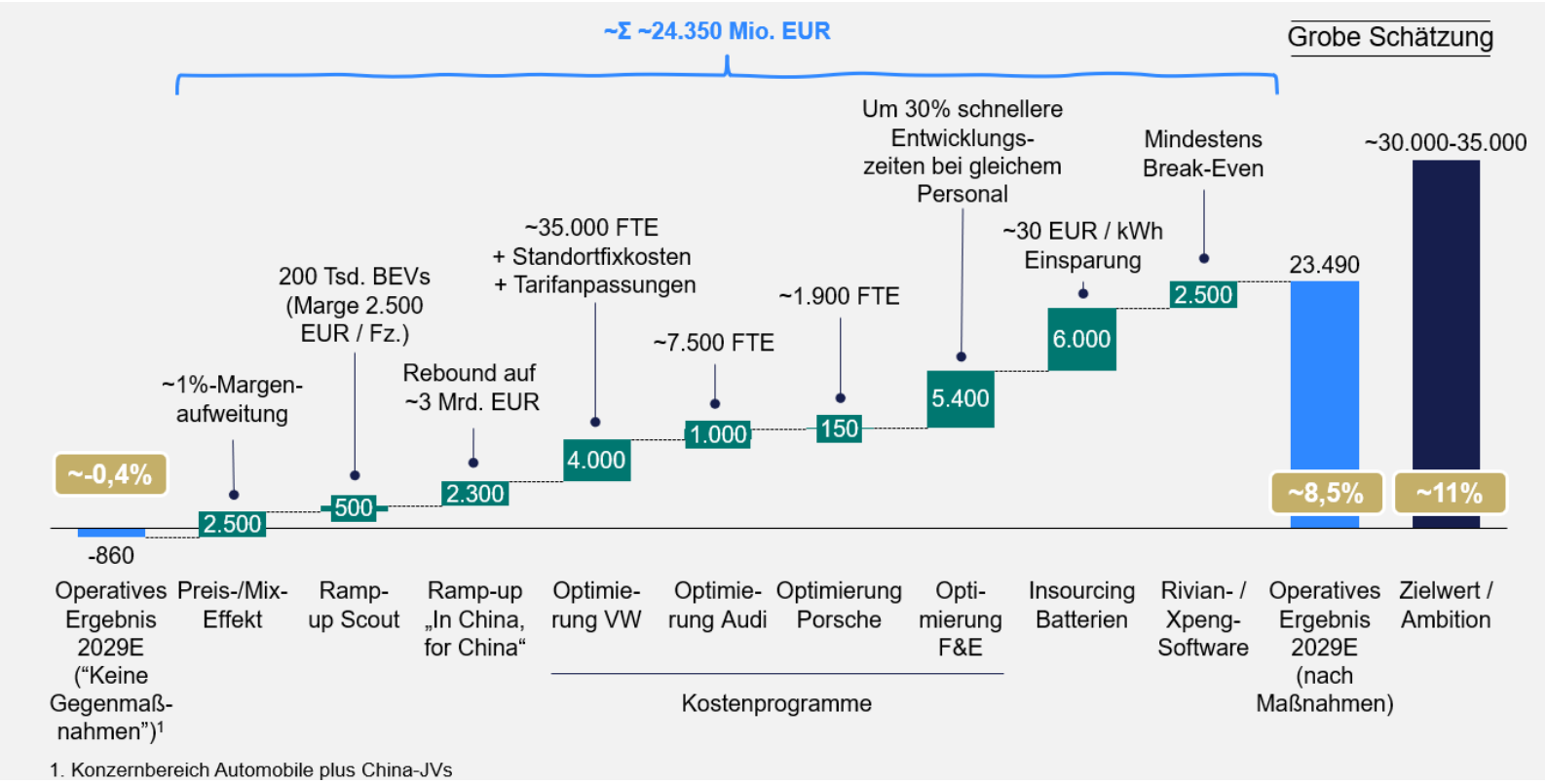


Abbildung 46: Darstellung der Maßnahmeneffekte [Mio. EUR]; Quelle: Volkswagen AG, eigene Abschätzung

Das kommunizierte Ambitionsniveau i.H.v. ca. 11% über alle Marken hinweg würde – wie man sehen kann – mit dem angenommenen Maßnahmenpaket allerdings nicht erreicht.

7.2 Maßnahmenrealisierung und Szenario-Analyse

Die große Frage, die sich an die Quantifizierung der Maßnahmen anschließt: Wie wahrscheinlich bzw. realistisch ist eigentlich die Umsetzung der Maßnahmen wirklich? Ich denke der Kapitalmarkt signalisiert uns mit seiner Einwertung der Volkswagen-Aktie recht deutlich, dass er an eine rasche und vollumfängliche Umsetzung der Maßnahmen nicht glaubt. Vielleicht hat der Markt allerdings auch nur ein unvollständiges Bild der Maßnahmen.

Was spricht also zunächst mal für eine Umsetzung der Maßnahmen und vor allem eine Realiserung der Potenziale?

- Das vorgelegte Maßnahmenpaket wirkt anspruchsvoll und gut durchdacht, da es die einzelnen Herausforderungen gezielt adressiert. Es umfasst sowohl strategische Initiativen zur Markterschließung und Wachstumsförderung als auch gezielte Maßnahmen zur Kostensenkung
- Das Management scheint entschlossen zu sein, die schwierigen Maßnahmen auch umzusetzen und hat auch für die schwierigen Entscheidungen das Backing vom Aufsichtsrat
- Es gibt ein historisches Commitment der Arbeitnehmerseite, die Maßnahmen des Vorstands mitzutragen
- Das Unternehmen verfügt nachweislich über einen Track-Record bei der Einführung neuer Marken und der Erschließung neuer Märkte (siehe Cupra)
- Auch in der Vergangenheit hat der Volkswagen-Konzern schon mit Kostensteigerungen auf allen Ebenen zu tun gehabt
- Die zunehmende Regionalisierung der Märkte könnte helfen, den bestehenden Kostennachteil gegenüber chinesischen All-Electric-OEMs zu relativieren
- Es gibt keine wesentlichen technologischen Entwicklungshürden, vieles hängt an einer zügigen Umsetzung
- Die Einbindung externer Expertise in der Software-Entwicklung durch die Partnerschaften mit Rivian und XPeng bietet zusätzliche Skaleneffekte und Innovationspotenzial
- Es existieren weitere Optionen, die bislang nicht vollständig eingepreist sind. Dazu zählen etwa eine bessere Auslastung der Produktionskapazitäten durch einen Einstieg in die Rüstungsproduktion oder eine Optimierung der Material-, Qualitäts- und Logistikkosten

- Der Cash Flow ist nach wie vor stabil positiv, was für finanzielle Stabilität sorgt und die Umsetzung der geplanten Maßnahmen erheblich erleichtern sollte

Auf der anderen Seite gibt es aber auch ein paar Punkte, die gegen eine schnelle Umsetzung sprechen:

- Das Unternehmen hat im Grunde keine Erfahrung mit einer Restrukturierung dieser Größenordnung. Ohne einen entsprechenden Track-Record könnte die Umsetzung langsamer verlaufen, als geplant
- Die Organisation ist groß und komplex, mit teilweise behäbigen Strukturen und bürokratischen Prozessen. Diese könnten notwendige Veränderungen verzögern und die Agilität des Unternehmens einschränken
- Viele Übernahmen und Investments der letzten Jahre waren Fehlschläge (z.B. Northvolt, Europcar Mobility Group, Cariad). Trotzdem gibt es in bestimmten Bereichen keine Alternativen zu einem starken Partner (z.B. bei der Software)
- Regulatorische Entwicklungen – z.B. eine mögliche Aufweichung der Flottengrenzwerte oder eine gute Wirksamkeit der Importzölle – können dazu führen könnten, dass der Transformationsdruck nachlässt und Maßnahmen nicht konsequent umgesetzt werden
- Auch besteht die Gefahr, dass das Unternehmen nur die üblichen Anpassungen vornimmt, wie beispielsweise eine reine Verlagerung von Entwicklungsaktivitäten in „Best Cost Countries“, anstatt eine tiefgreifende, strategische Neuausrichtung zu verfolgen. Dies könnte dazu führen, dass die strukturellen Herausforderungen nicht vollständig adressiert werden und die Probleme in ein paar Jahren noch größer werden
- Eine kurzfristige Orientierung des Kapitalmarkts oder ein zu starker Fokus auf den Aktienkurs kann dazu führen, dass langfristig notwendige Maßnahmen zugunsten kurzfristiger Ergebniskosmetik in den Hintergrund rücken. Dies würde die nachhaltige Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens gefährden und den Erfolg der Restrukturierung insgesamt in Frage stellen. Eine solche Kurzfristorientierung sehe ich allerdings wohlgemerkt aktuell nicht

Für eine volle und schnelle Realisierung spricht

- Maßnahmenpaket erscheint anspruchsvoll, gut durchdacht und adressiert die einzelnen Herausforderungen individuell
- Umfassendes Maßnahmenpaket (Markt / Wachstum, Kosten)
- Management scheint gewillt auch harte Maßnahmen anzugehen
- Historisches Commitment der Arbeitnehmer-Seite vorhanden (bei VW, Audi und Porsche)
- Track-Record bei der Einführung neuer Marken und der Erschließung neuer Märkte
- „Regionaliserung" der Märkte relativiert Kostennachteil ggü. chin. All-Electric OEMs
- Keine großen Entwicklungshürden, schnelles Weiterkommen möglich
- Externe Expertise bei Software-Entwicklung. Partner Rivian und Xpeng darüber hinaus mit Anreizen (pos. Skaleneffekte)
- Weitere nicht eingepreiste Optionen: z.B. Auslastung Werke durch Einstieg in Rüstungsproduktion, Optimierung Material- und Qualitäts- und Logistikkosten
- Nach wie vor substanzieller positiver Cash Flow erleichtert

Gegen eine volle und schnelle Realisierung spricht…

- Keine Erfahrung bzw. kein Track-Record mit Restrukturierung diesr Größenordnung
- Große und behäbige Organisation, bürokratische Prozesse
- Gefahr des „Schleifenlassens" bei Aufweichung der regulatorischen Anforderungen (Flottengrenzwerte) und / oder guter Wirksamkeit der Importzölle
- Gefahr, nur die üblichen Anpassungen vorzunehmen (z.B. reine Verlagerung der Entwicklung in „Best Cost Countries") und nicht die „große Lösung" zu verfolgen
- Kurzfristorientierung am Kapitalmarkt und / oder am Aktienkurs

Abbildung 47: Mögliche Gründe für und gegen eine volle und schnelle Umsetzung der Maßnahmen

Über alles betrachtet erscheinen mir bestimmte Maßnahmen im Hinblick auf ihre Umsetzung wahrscheinlicher zu sein, als andere. Ich habe daher einmal eine grobe und subjektive Einschätzung der möglichen Realisierungsgrade vorgenommen:

Maßnahme	Planeffekt	Realisierung	Effekt
	Mio. EUR	%	Mio. EUR
Preis- / Mix-Effekt	2500	100.0%	2500
Ramp-up Scout	500	100.0%	500
Ramp-up "In China, for China"	2300	50.0%	1150
Optimierung VW	4000	80.0%	3200
Optimierung Audi und Porsche	1150	80.0%	920
Entwicklungskosten	5400	60.0%	3240
Aufbau Batteriefertigung	6000	50.0%	3000
Software-Entwicklung	2500	50.0%	1250
Gesamt	**24350**	**65%**	**15760**

Abbildung 48: Mögliche Maßnahmenrealisierung

Ein Abschlag ist insbesondere deshalb erforderlich, weil der Volkswagen-Konzern einen gewissen Track-Record besitzt, wenn es um die Ankündigung und verzögerte Umsetzung größerer Maßnahmen geht. Hier ein paar Beispiele:

- Die Unified Cell sollte eigentlich bereits 2023 auf den Markt kommen (Power Day März 2021) – aktuell wird von Ende 2025 ausgegangen
- Die Kosteneinsparungen bei der Marke VW i.H.v. zunächst 10 Mrd. EUR sollten bis 2026 realisiert werden – nun sollen die Personalmaßnahmen in der Größenordnung von 4 Mrd. EUR und bis Ende der Dekade kommen
- Die SSP-Plattform sollte bereits in 2026 an den Start gehen, aktuell ist von 2028 (eher 2029) die Rede

- …

Dass allerdings keine einzige der Maßnahmen umgesetzt wird, erscheint gegeben die aktuelle Situation und das bereits bestehende Verhandlungsergebnis mit der Mitbestimmung ebensowenig wahrscheinlich. Wie wir im ersten Teil dieses Reports gesehen haben, wäre das Automobil-Geschäft in dem Fall tatsächlich bis Ende der Dekade wertlos.

7.3 Resultierender nachhaltiger Cash Flow

Bei Unterstellung einer Cash Conversion Rate (CCR) i.H.v. 60% wäre der Volkswagen-Konzern bis ca. 2029 in der Lage, einen Netto-Cash Flow bzw. freien Cash Flow in einer Größenordnung von ~9,5 bis ~14,5 Mrd. EUR (je nach Realisierung der Maßnahmen) für den Bereich Automobile inkl. des Chinageschäfts zu realisieren.

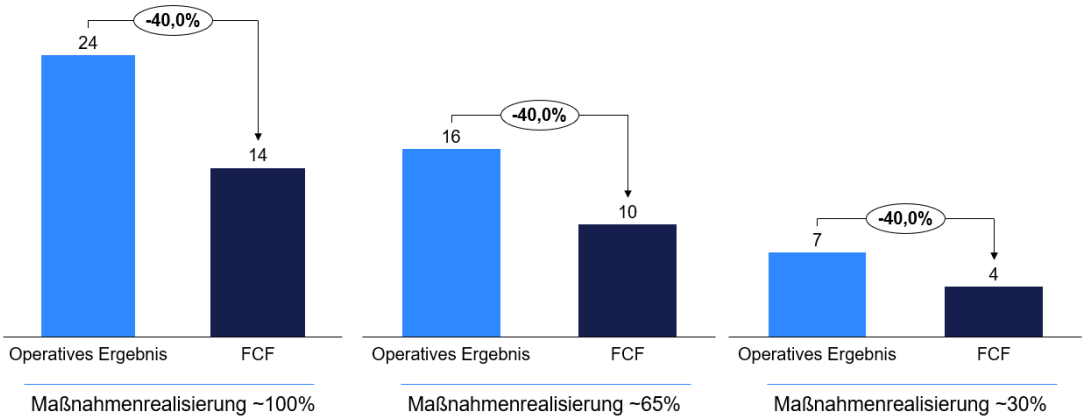


Abbildung 49: Operatives Ergebnis und Netto Cash Flow Auto-Geschäft (inkl. China) bei verschiedenen Maßnahmenrealisierungen [Mrd. EUR]

Allerdings muss man sagen, dass die Cash Conversion in der vergangenen Dekade alles andere als gut prognostizierbar gewesen ist. Dies hat unter anderem auch damit zu tun, dass das Automobil-Geschäft für sich genommen mit einem negativen Working Capital operiert und damit Veränderungen auf der Umsatzseite tendenziell weiter verstärkt werden (heißt ein weiteres Wachstum des Geschäfts setzt tendenziell zusätzliches Working Capital frei und nicht umgekehrt).

Wobei auch dieser Umstand in den Zahlen nicht wirklich abgelesen werden kann:

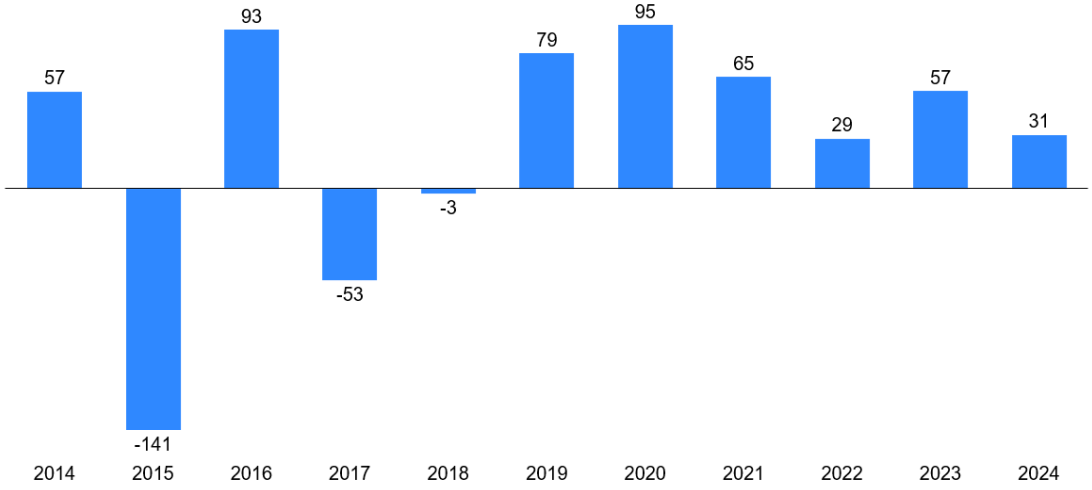


Abbildung 50: Cash Conversion Rate (CCR) Konzernbereich Automobile [%]; Quelle: Geschäftsberichte Volkswagen AG

Wie man sehen kann, hat sich die Cash Conversion in den vergangenen 10 Jahren recht volatil entwickelt. Das liegt u.a. auch daran, dass die meisten Jahre irgendwelche Sondereffekte mit sich brachten:

- Das Jahr 2015 war durch hohe Abschreibungen bzw. Rückstellungen zur Vorsorge im Hinblick auf die Diesel-Thematik gekennzeichnet (in dem Jahr war das operative Ergebnis logischerweise negativ)
- In den Jahren 2017 und 2018 hat sich dieser Effekt mehr oder weniger umgekehrt, d.h. große Teile der Rückstellungen wurden aufgelöst und führten zu einem größeren Cash-Abfluss
- In 2020 war die Cash Conversion aufgrund der Corona-Pandemie überdurchschnittlich hoch (in dem Jahr galt wie überall der Wahlspruch „Cash is King“)
- Ab 2022 wurde dann nochmal substanziell mehr in die Transformation investiert, d.h. die Schere zwischen Abschreibungen und CapEx (inklusive der aktivierten Entwicklungskosten) ging noch weiter auf

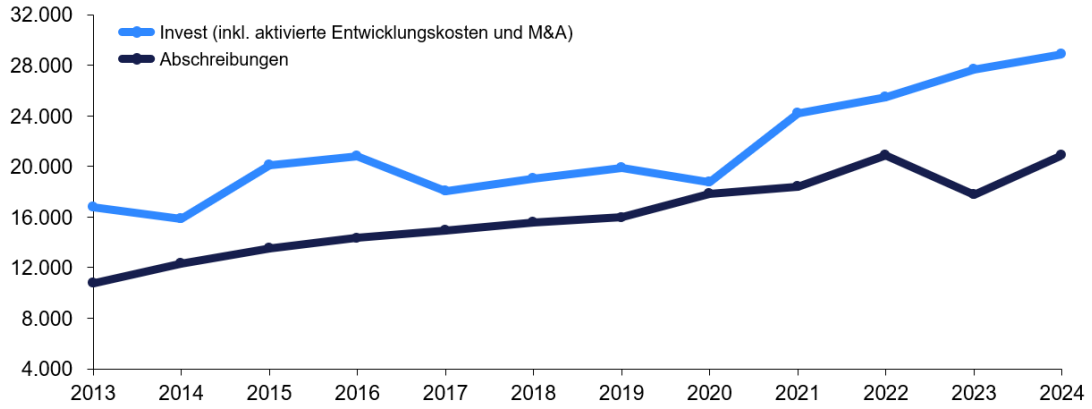


Abbildung 51: Entwicklung CapEx (inkl. aktivierte Entwicklungskosten und M&A) und Abschreibungen Konzernbereich Auto [Mio. EUR]; Quelle: Geschäftsberichte Volkswagen AG

Wenn wir die Cash Conversion Rate einmal eine Ebene tiefer betrachten, dann wird recht gut sichtbar, dass die wesentlichen negativen Effekte auf die Cash Conversion Rate außerhalb der angestammten Markensegmente zu finden sind:

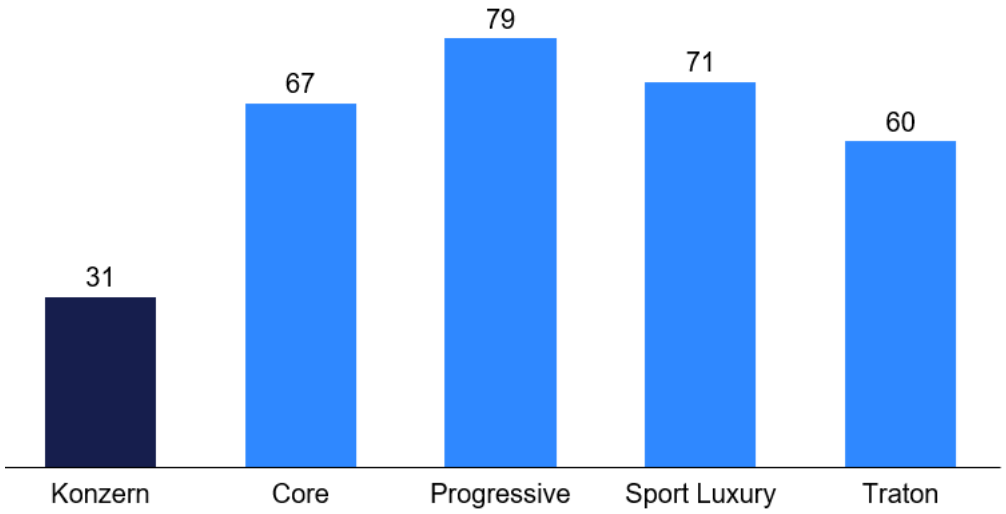


Abbildung 52: Cash Conversion Rate (CCR) je Kernsegment [%]; Quelle: Geschäftsberichte Volkswagen AG

Zahlungen für Akquisitionen und weiterhin auch zur Beilegung der Diesel-Thematik waren für eine Verringerung der CCR von ~13%-Punkten ursächlich, der Aufbau von CARIAD und der PowerCo nochmal für 12%-Punkte.

Langer rede kurzer Sinn: Für die Zukunft und bei Unterstellung abnehmender „Sondereffekte“ sowie auch einer abnehmenden Investquote (von ~14% auf ~10% bis 2027) sollte die Annahme einer Cash Conversion Rate i.H.v. 60% eine vernünftige und realistische Annahme darstellen.

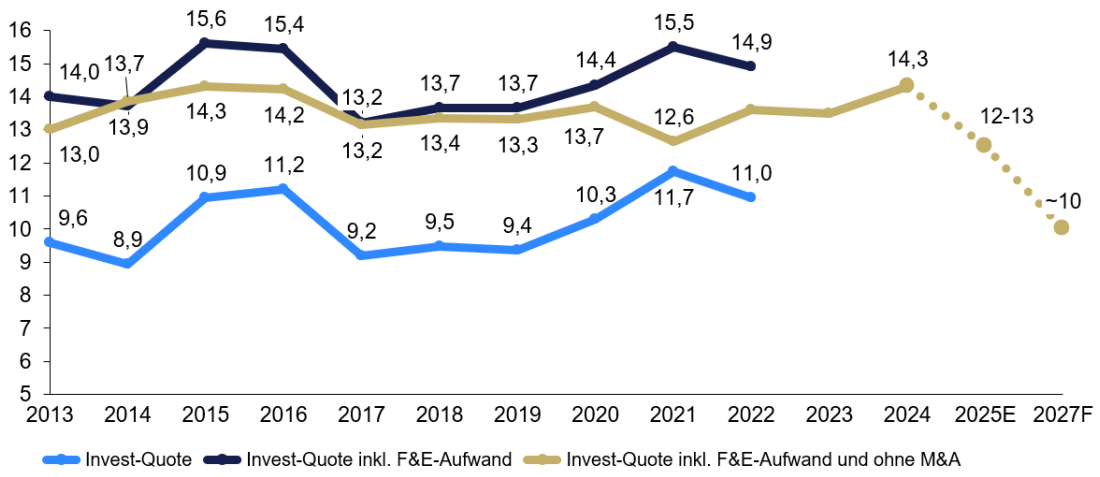


Abbildung 53: Entwicklung Automotive-Investment-Ratio [% vom Auto-Umsatz]; Quelle: Geschäftsberichte und Investorpräsentation Volkswagen AG

8 Deep Dive Finanzdienstleistungen

Bisher haben wir uns intensiv mit dem Automobilgeschäft der Volkswagen AG auseinandergesetzt. Dieses stellt zwar logischerweise das Kerngeschäft des Unternehmens dar. Allerdings sollten wir den Konzernbereich Finanzdienstleistungen hier nicht vernachlässigen. Immerhin erzielt das Geschäft einen relativ stabilen operativen Gewinn in der Größenordnung von ~3 Mrd. EUR. Darüber hinaus steht das Geschäft mit ca. 45 Mrd. Eigenkapital auf der Bilanz.

Schauen wir uns das Business also einmal etwas genauer an.

8.1 Organisationsstruktur des Konzernbereichs Finanzdienstleistungen

Der Konzernbereich Finanzdienstleistungen setzt sich zusammen aus der Volkswagen Group Mobility, der Porsche Holding Salzburg sowie der Traton Financial Services.

Die Volkswagen Group Mobility verantwortet allerdings den mit Abstand größten Teil des Bereichs (in 2024 ca. 90% der Assets und ca. 95% des operativen Gewinns).

Bei der Volkswagen Group Mobility handelt es sich nach meinem Verständnis um ein virtuelles Konstrukt, das i.W. fünf Gesellschaften umfasst:

- Die Volkswagen Financial Services AG (das europäische Geschäft): Hierzu gehören die großen Gesellschaften Volkswagen Bank GmbH und Volkswagen Leasing GmbH

- Die Volkswagen Financial Services Overseas AG (das außereuropäische Geschäft)
- Die Porsche Financial Services GmbH
- Die nordamerikanischen Gesellschaften VW Credit und VW Credit Canada

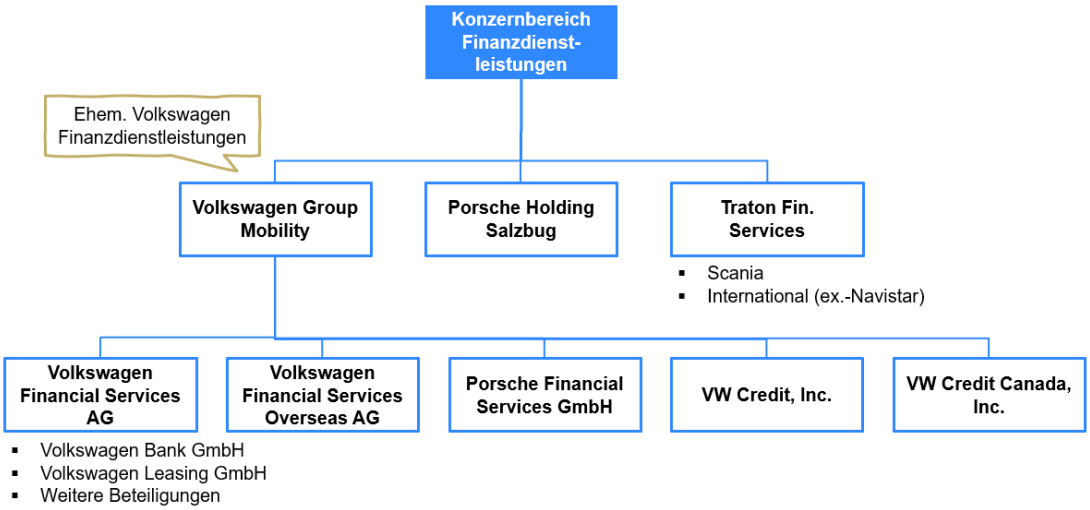


Abbildung 54: Organisationsstruktur Bereich Finanzdienstleistungen; Quelle: Unternehmenswebseiten, Geschäftsberichte

8.2 Wesentliche Kennzahlen

Der Konzernbereich Finanzdienstleistungen besitzt Assets in der Größenordnung von ca. 312 Mrd. EUR. Hierbei handelt es sich insbesondere um

- Vermietete Vermögenswerte (~79 Mrd. EUR): Dies sind die Leasingfahrzeuge im Fuhrpark der Gesellschaften (hier inkludiert sind auch die als Vorräte klassifizierten Vermietvermögen i.H.v. ~6 Mrd. EUR)
- Forderungen aus Finanzdienstleistungen (~172 Mrd. EUR): Das sind die Forderungen aus dem Kreditgeschäft, also die an Autokäufer ausgegebenen Darlehen, sowie die Forderungen aus dem Leasinggeschäft
- Finanzanlagen (Derivate, Forderungen aus Darlehen), At Equity Beteiligungen und sonstige Beteiligungen und sonstige Forderungen (Steueransprüche, Pension-Assets, gehaltenes Rückversicherungsgeschäft) (~41 Mrd. EUR)
- Cash, Wertpapiere und Termingelder (~20 Mrd. EUR)

Auf der Passivseite der Bilanz finden wir als mit Abstand größten Block die Finanzschulden (~241 Mrd. EUR), welche sich aus dem Einlagengeschäft (~57 Mrd.

EUR), den begebenen Anleihen (>100 Mrd. EUR) sowie Schuldscheinen und Verbindlichkeiten bei Kreditinstituten (~80 Mrd. EUR) zusammensetzen.

Darüber hinaus stehen noch ca. 25 Mrd. EUR an weiteren Verbindlichkeiten auf der Bilanz.

Das Nettovermögen (= Eigenkapital) ergibt sich daraus zu ca. 45 Mrd. EUR:

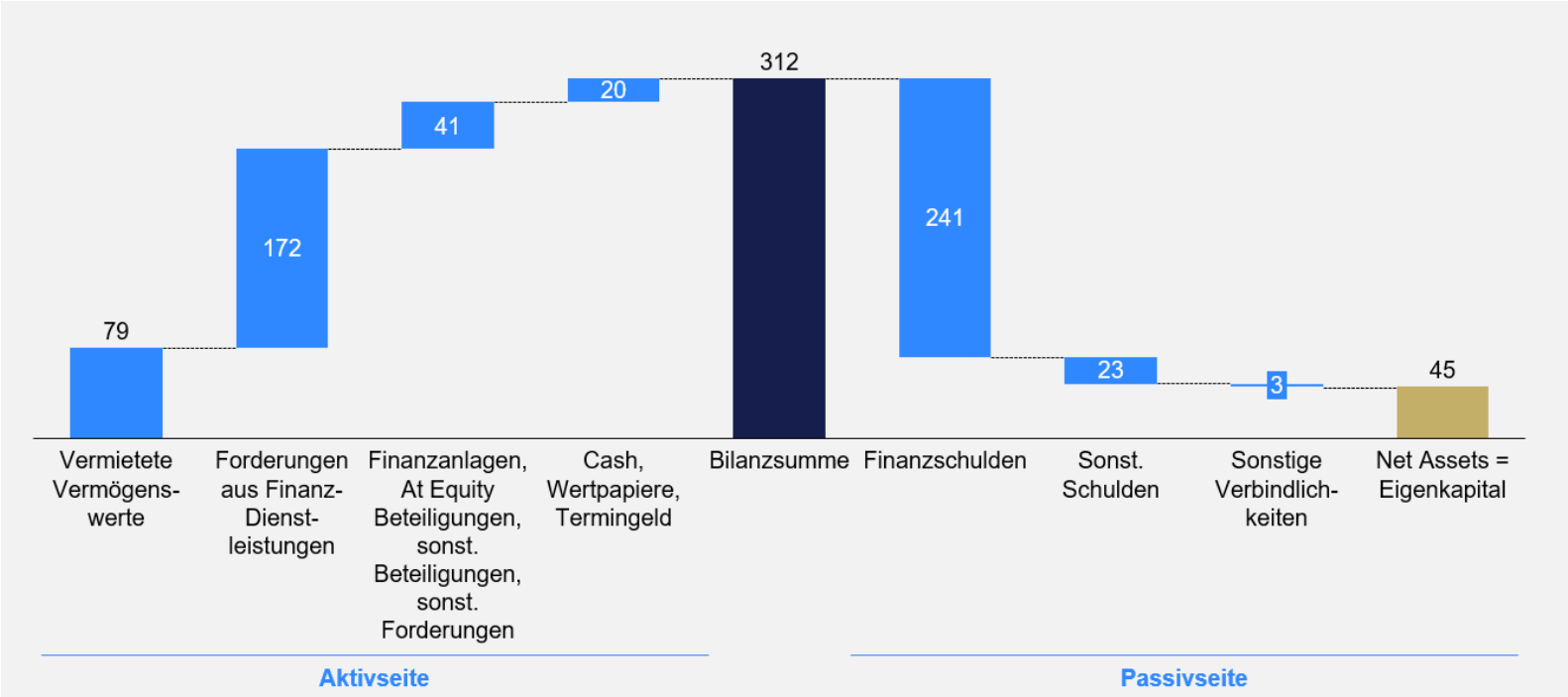


Abbildung 55: Bilanzstruktur Konzernbereich Finanzdienstleistungen 2024 [Mrd. EUR]; Quelle: Geschäftsbericht Volkswagen AG

Die Gewinn- und Verlustrechnung des Bereichs Finanzdienstleistungen im Konzern-Geschäftsbericht ist analog zu derjenigen des Automobilbereichs aufgebaut. Ausgewiesen werden Umsatzerlöse, COGS, VVK (Vertriebs- und Verwaltungskosten) sowie sonstige betriebliche Erträge.

Laut GuV lag der Umsatz des Geschäfts im Jahr 2024 bei ca. 59 Mrd. EUR, das operative Ergebnis des Bereichs bei ~3,1 Mrd EUR.

Schaut man in die GuVs der größten Konzerngesellschaften, dann sehen diese von der Struktur her allerdings eher wie die einer Bank aus. Hier einmal beispielhaft die GuV der Volkswagen Financial Services AG:

GuV [EUR]	
Zinserträge	2.128
Zinsaufwendungen	-3.024
Zinsüberschuss	**-896**
Risikovorsorge im Kreditgeschäft	-251
Überschuss aus Leasinggeschäften	3.099
Überschuss aus Serviceerträgen	104
Überschuss aus Versicherungsgeschäften	40
Provisionsüberschuss	183
Ergebnis vor Gemeinkosten etc.	**2.279**
Verwaltungsaufwendungen	-1.027
Sicherungsbeziehungen, Derivate, sonst.	-5
Operatives Ergebnis	**1.247**

Abbildung 56: GuV-Struktur VW Financial Services AG 2024 [Mio. EUR]; Quelle: Geschäftsbericht Volkswagen Financial Services AG

Wenn wir das Geschäftsmodell des Bereichs FInanzdienstleistungen besser verstehen wollen, dann orientieren wir uns am besten an dieser GuV-Struktur.

8.3 Funktionsweise des Geschäftsmodells

Grundsätzlich kann man Folgendes sagen: Die Gesellschaften des Konzernbereichs Finanzdienstleistungen erbringen Finanzdienstleistungen rund um das Automobil. Dieses ist dabei eng mit den einzelnen Konzernmarken sowie auch den Händlerorganisationen des Volkswagen-Konzerns verzahnt.

Was machen die Gesellschaften also genau? Die obige GuV-Struktur gibt Anhaltspunkte.

Zum einen werden die verfügbaren Leasingfahrzeuge (= vermietete Vermögenswerte) von den Unternehmen der Financial Services erworben und kurz-, mittel- oder langfristig an Firmen- und Privatkunden verleast (daraus generiert Volkswagen den so genannten Leasingüberschuss). Nach ca. 2 Jahren werden die Fahrzeuge entsprechend weitervermarktet (heißt zum Restwert wieder verkauft).

Gemeinsam mit der zugegebenermaßen etwas angeschlagenen Europcar Mobility Group sollen zukünftig auch die Themen Kurzfristvermietung, Car Sharing und Auto Abo weiter ausgebaut werden.

Zum anderen werden Kredite zur Kaufpreisfinanzierung an die Autokäufer, aber auch an die Händler der eigenen Handelsorganisation vergeben (Kunden- und Händlerfinanzierung... hier verbleibt der Zinsüberschuss).

Refinanziert wird das Ganze über die Ausgabe von Anleihen, Asset Backed Securities (ABS), die Aufnahme von Bankkrediten und das von der Volkswagen Bank GmbH betriebene Einlagengeschäft.

Insgesamt lag der Vertragsbestand Ende 2024 bei ca. 26.700 Verträgen, das Geschäftsvolumen (entsprechend der VW-Definition bestehend aus den Forderungen sowie den vermieteten Vermögenswerten) bei ~240 Mrd. EUR:

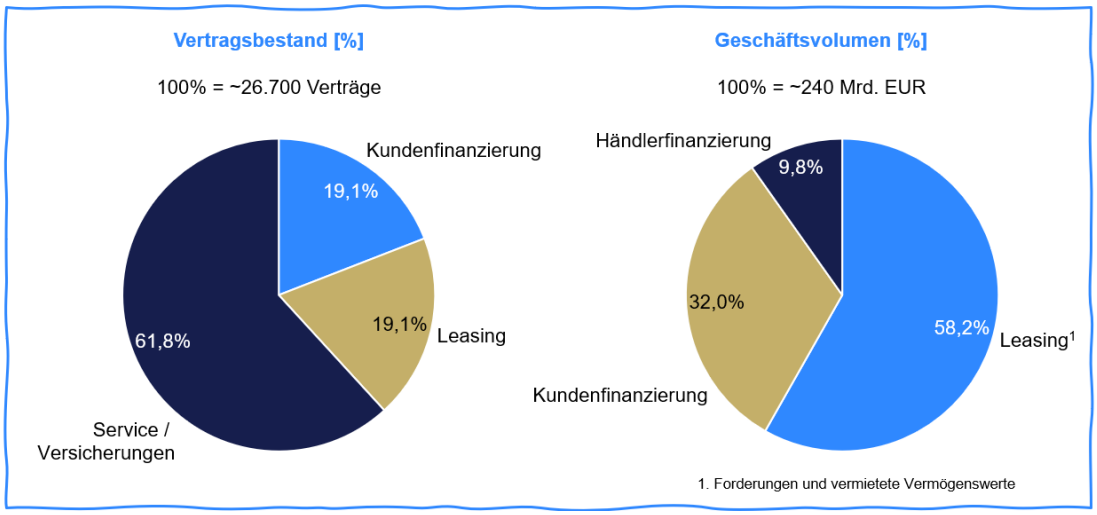


Abbildung 57: Vertragsbestand und Geschäftsvolumen Volkswagen Group Mobility [%]; Quelle: Geschäftsberichte Volkswagen AG

Die so genannte Penetrationsrate (heißt der Anteil der durch den Konzern verkauften Fahrzeuge für den parallel eine Finanzierung abgeschlossen wird) lag im Jahr 2024 inklusive China bei ca. 34% (exklusive China vermutlich in der Größenordnung von 50%)... zwar eine Steigerung von ~1,5%-Punkten im Vergleich zum Vorjahr, in der langen Frist aber eher eine Seitwärtsbewegung:

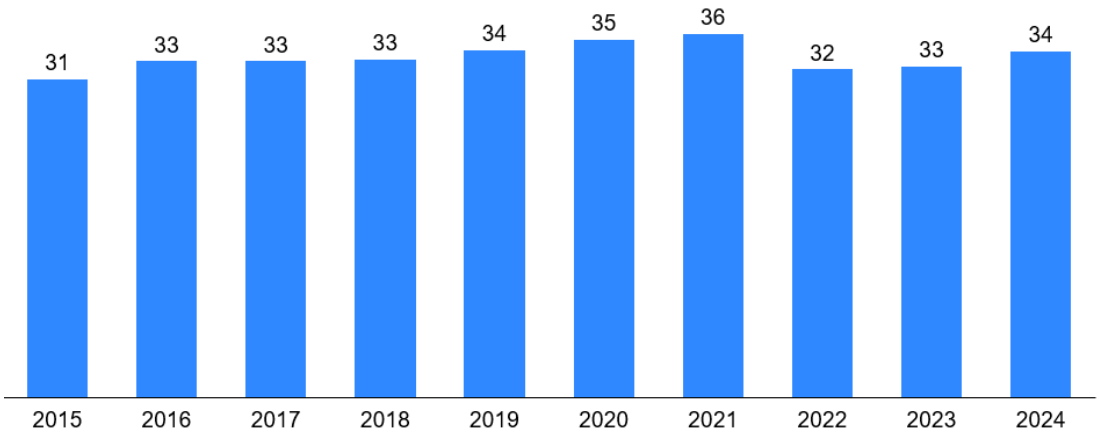


Abbildung 58: Entwicklung Penetrationsrate VW Group Mobility [%]; Quelle: Geschäftsberichte Volkswagen AG

Leasing- und Finanzierungsgeschäft. Das sind also die beiden großen Batzen.

Darüber hinaus ist der Konzern noch im Versicherungs- und Servicegeschäft tätig (Überschuss aus Serviceerträgen und Versicherungsgeschäften) und generiert Erträge mit verschiedenen Zusatzleistungen wie Kontoführungsgebühren etc. (Provisionsüberschuss). Konkret vermarktet die Volkswagen AG Kfz-Versicherungen und Serviceverträge (heißt Wartungs- und Reparaturverträge sowie Garantieverlängerungen) an die Leasingnehmer und Autokäufer.

Wie man anhand der Penetrationsrate schon erahnen kann, hängt das Geschäftsvolumen des Konzernbereichs Finanzdienstleistungen quasi unmittelbar mit den im Automobilgeschäft erzielten Umsätzen zusammen. Steigt also der Umsatz im Automobilgeschäft, dann kann man von einem wachsenden Finanzierungsgeschäft bzw. steigenden Zinsüberschüssen ausgehen. Dieser Zusammenhang lässt sich auch quantitativ belegen, wie die folgende Grafik zeigt:

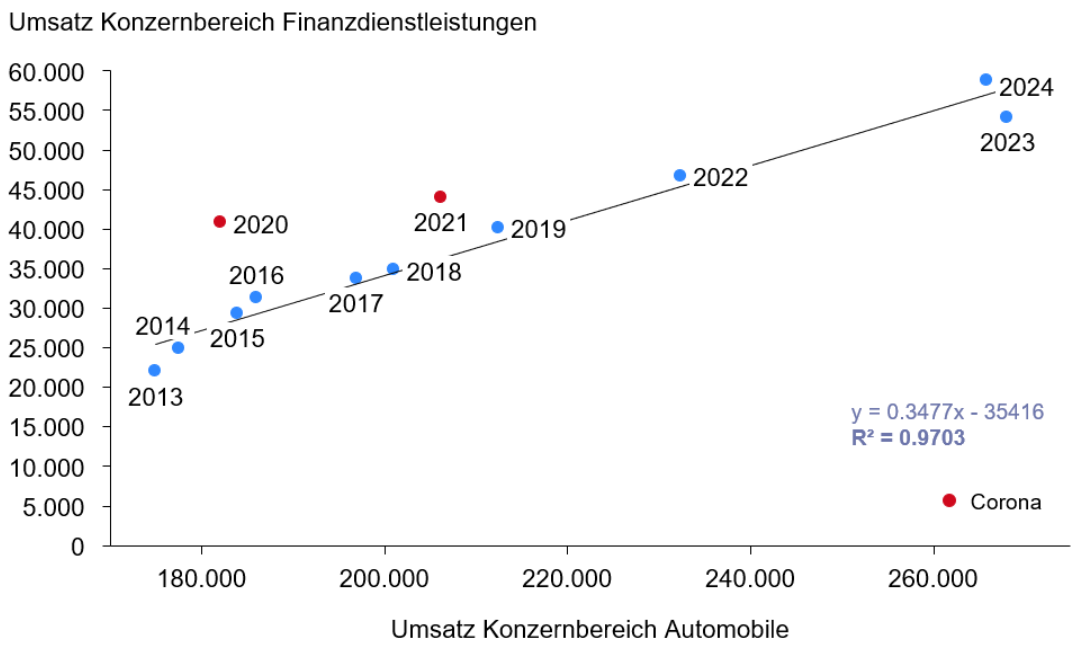


Abbildung 59: Zusammenhang zwischen Automobil- und Finanzdienstleistungsgeschäft [Achsen in Mio. EUR]; Quelle: Geschäftsberichte Volkswagen AG, eigene Analyse

Auf der Basis können wir mit einiger Sicherheit davon ausgehen, dass sich das Finanzdienstleistungegeschäft entsprechend der Umsatzentwicklung des Automobilbereichs entwickeln wird.

Ein weiterer wesentlicher Punkt sind die für die Erwirtschaftung der Überschüsse anfallenden Verwaltungskosten. Ob eine Bank bzw. ein Finanzdienstleister hier effizient wirtschaftet, lässt sich anhand des so genannten Cost Income Ratios (CIR) ermitteln. Das CIR entspricht dabei dem Verhältnis aus den aufgelaufenen

Verwaltungsaufwendungen und den erwirtschafteten Überschüssen (Zinsüberschuss, Provisionsüberschuss, Leasing etc.).

Die Volkswagen Financial Services AG als größte Gesellschaft des Konzernbereichs Finanzdienstleistungen scheint hier relativ gut unterwegs zu sein (laut verschiedenen Studien bzw. Veröffentlichungen kann ein Wert unter 50% für eine Bank / einen Finanzdienstleister als sehr solider Wert angesehen werden):

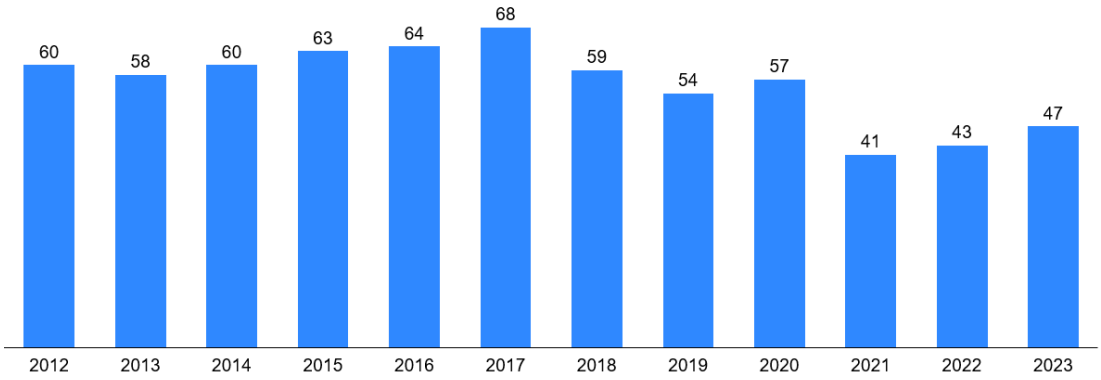


Abbildung 60: Entwicklung Cost Income Ratio Volkswagen Financial Services AG [%]; Quelle: Geschäftsberichte VW Financial Services AG

Auf Basis der Entwicklung über die letzte Dekade scheint es hier auch deutliche positive Skaleneffekte zu geben. Dem Unternehmen kommt hier also seine Größe zu Gute.

Definition Cost Income Ratio (CIR): Allgemeine Verwaltungsaufwendungen, bereinigt um Kosten, die an andere Unternehmen des Volkswagen Konzerns weiterberechnet wurden / Summe aus Zinserträgen aus Kreditgeschäften und Wertpapieren, Überschuss aus Leasinggeschäften, Zinsaufwendungen, Überschuss aus Serviceverträgen, Überschuss aus Versicherungsgeschäften, Risikovorsorge für Kreditausfallrisiken und Provisionsüberschuss.

Diese Entwicklung ist auch an der erzielten Eigenkapitalrendite erkennbar, welche über die letzten 10+ Jahre größtenteils um die magische 10%-Marke herum bewegt hat:

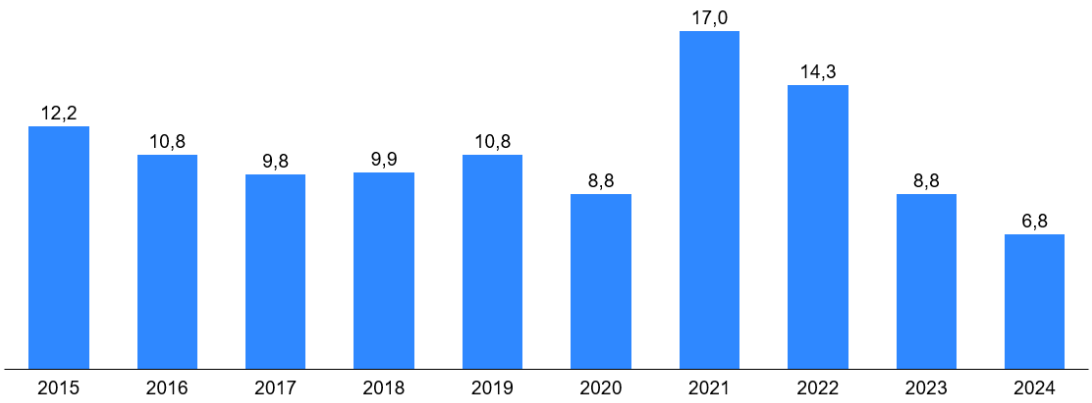


Abbildung 61: Eigenkapitalrendite vor Steuern Konzernbereich Finanzdienstleistungen [%]; Quelle: Geschäftsberichte Volkswagen AG

Alles in allem sprechen wir hier also im Status Quo offenbar über ein ganz gut gemanagtes Geschäft.

Zur info: Die beiden Corona-Jahre 2021 und 2022 waren durch Sondereffekte geprägt und können daher nicht als Maßstab für die zukünftige Performance herangezogen werden.

8.4 Bewertung des Bereichs Finanzdienstleistungen

Zu Beginn dieses Reports haben wir uns die aktuelle Marktbewertung in Relation zum erwirtschafteten Cash Flow des Automobilbereichs angeschaut. Dabei hatte ich den Wert der Dienstleistungssparte auf Basis des Buchwerts auf ca. 45 Mrd. EUR taxiert.

In diesem Kapitel möchte ich nun einmal der Frage nachgehen, ob wir diese Vereinfachung im Hinblick auf die Bewertung eigentlich treffen und uns bei unserer Bewertung daher schwerpunktmäßig auf die Automobilsparte fokussieren können.

Dazu kurz ein paar theoretische Überlegungen. Den Wert eines typischen Industriegeschäfts kann man am besten auf Basis der für die Zukunft erwarteten Cash Flows ermitteln. Die auf der Bilanz vorhandenen Vermögenswerte (Produktionsanlagen etc.) sind i.d.R. nur etwas wert, wenn damit auch entsprechende Erträge erwirtschaftet werden können.

Ein Stahlwerk beispielsweise, welches mit 2 Mrd. EUR in den Büchern steht, kann komplett wertlos sein, wenn damit in Europa nicht mehr zu wettbewerbsfähigen Kosten produziert werden kann und es deshalb stillgelegt werden muss.

Bei einem typischen Finanzdienstleister – und dazu gehört auch der Dienstleistungsbereich der Volkswagen AG – verhält sich das nun etwas anders. Auf der Aktivseite der Bilanz finden wir verschiedene Arten von relativ gesehen sehr liquiden und leicht veräußerbaren Vermögenswerten:

1. Forderungen aus dem Kreditgeschäft (das sind die Beträge, die im Rahmen von Autokrediten an die Autokäufer oder Händler ausgezahlt wurden) sowie aus dem Leasinggeschäft (das sind die zukünftig noch zufließenden Leasingraten)
2. Vermietete Vermögenswerte (das sind die Fahrzeuge, die im Rahmen des Leasinggeschäfts an Firmen- und Privatkunden verliehen bzw. vermietet werden – in Zukunft ggf. auch sehr kurzfristig). Hierzu gehört auch das in der Bilanz des VW-Konzerns in der Kategorie Vorräte geführte kurzfristige Vermietvermögen (~6 Mrd. EUR)
3. Cash, Wertpapiere, Termingelder
4. Sonstige Vermögenswerte (Steueransprüche, Rückversicherungsgeschäft, Plan Assets, Derivate, Forderungen aus Darlehen)
5. At Equity- und Finanzbeteiligungen

Im Hinblick auf die Bewertung des Geschäfts ist nun also wichtig zu verstehen, welche Risiken oder welche Umstände dazu führen können, dass die Vermögenswerte substanziell weniger werthaltig sind, als auf der Bilanz angezeigt.

Beginnen wir einmal umgekehrt mit den etwas kleineren unteren Kategorien. Der Wert von Cash, festverzinslichen Wertpapieren und Termingeldern entspricht 1-zu-1 dem Face Value. An diese Kategorie können wir also einen Haken machen.

Auch bei den sonstigen Vermögenswerten (Steueransprüche, Derivate, etc.) sehe ich kein größeres Risiko für Wertminderungen... der Wert der Derivate hängt zwar vom Kurs des jeweiligen Unterlying ab, nach meinem Verständnis dienen die Derivate allerdings ausschließlich zur Absicherung von Fremdwährungsrisiken etc. Wenn es hier allerdings eine “Black Box”-Kategorie gibt, dann ist es genau diese.

Dann die (At Equity-)Beteiligungen. Bis auf die Beteiligungsliste, die allein bei der Gesellschaft Volkswagen Financial Services AG ca. 45 Unternehmen umfasst, und ein paar Infos zu den wesentlichen At-Equity Beteiligungen geben die Geschäftsberichte der zwei großen Gesellschaften ehrlicherweise nicht besonders viel her.

Allerdings ist die Größenordnung der At Equity-Beteiligungen des Finanzdienstleistungsbereichs insgesamt auch eher überschaubar:

Gesellschaft	Equity (100% Basis)	Anteil	VW-Equity	Goodwill / Impairment / Sonst.	At Equity Buchwert	EBT	ROE
Volkswagen Pon Financial Services B.V.	710	60%	426	61	487	92	13,0%
Volkswagen Møller Bilfinans A/S, Oslo	344	51%	175	0	175	37	10,8%
Bike Mobility Service Group B.V.	340	49%	167	176	343	38	11,2%
Sonstige	n/a	n/a	n/a	n/a	258	0	n/a
Summe VW FS AG	**1394**	**n/a**	**768**	**237**	**1263**	**167**	**n/a**
VDF Servis ve Ticaret A.S., Türkei	308	51%	157	-118	39	-85	-27,6%
Volkswagen Financial Services South Afr.	150	51%	77	-21	56	20	13,3%
Summe VW FS Overseas AG	**458**	**n/a**	**234**	**-139**	**95**	**-65**	**n/a**
Summe	**1852**	**n/a**	**1002**	**98**	**1358**	**102**	**n/a**

Abbildung 62: Übersicht über die wesentlichen At Equity-Beteiligungen der Volkswagen Financial Services AG und der Volkswagen Financial Services Overseas AG 2024 [Mio. EUR]

Wir sprechen hier von einem At Equity Buchwert i.H.v. ~1,4 Mrd. EUR und einen Ergebnisbeitrag (vor Steuern) i.H.v. knapp über 100 Mio. EUR (auf 100% Basis). Bis auf die Beteiligung in der Türkei (VDF Servis ve Ticaret A.S.) erwirtschaften darüber hinaus alle Beteiligungen ein ordentlich positives Ergebnis (ROE zwischen ~11 und 13%).

Fokussieren wir uns im Folgenden also auf die vermieteten Vermögenswerte sowie die Forderungen aus dem Kredit- und Leasinggeschäft. In der grauen Theorie sollten die Kreditbeträge ja irgendwann in voller Höhe zurückfließen sowie die vorhandenen Fahrzeuge am Gebrauchtwagenmarkt zum in den Büchern stehenden Restwert veräußert werden können.

Forderungen aus dem Kreditgeschäft: Kreditrisiko

Im Hinblick auf die Forderungen aus dem Kreditgeschäft ist als wesentliches Risiko das Kreditrisiko zu nennen. Vereinfacht gesprochen handelt es sich hierbei um das Risiko, dass ein Kreditnehmer das ihm zur Verfügung gestellte Kapital nicht wieder zurückzahlen kann und der Kredit deshalb ausfällt.

Um dieses Risiko zu managen, werden im Zuge der regelmäßigen Risikovorsorge entsprechende Rückstellungen gebildet (und später ggf. wieder aufgelöst). Im Falle der Volkswagen Group Mobility betrug das so genannte Credit Loss Ratio über die Zeit im Durchschnitt ca. 0,3%:

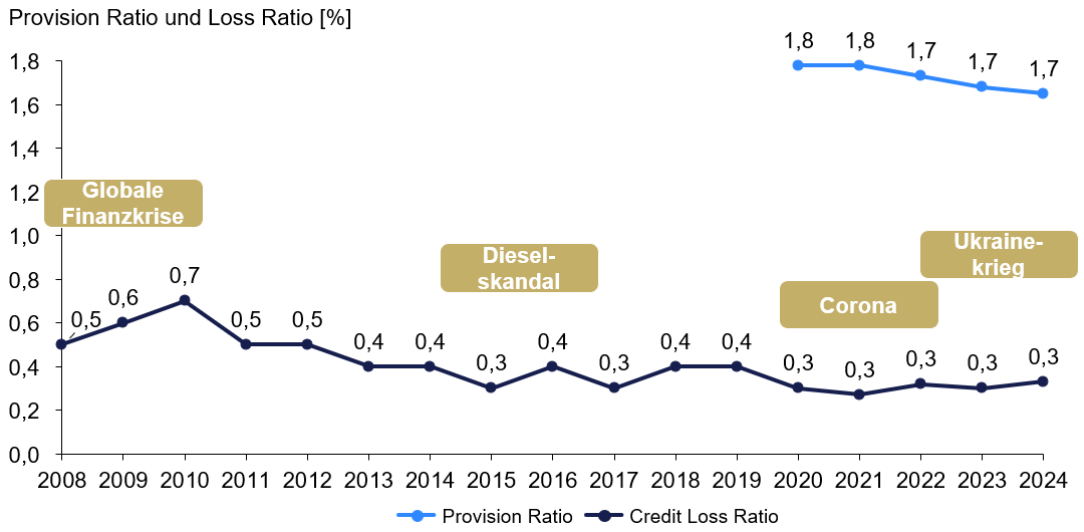


Abbildung 63: Provision Ratio versus Credit Loss Ratio Volkswagen Group Mobility [%]; Quelle: Investorpräsentationen VW FS

Die obenstehende Grafik enthält i.W. zwei wesentliche Informationen. Zum einen ist die Kredit-Ausfallrate selbst zu Krisenzeiten (globale Finanzkrise 2008 / 09) nicht übermäßig angestiegen, was auf eine recht konservative Kreditvergabepraxis schließen lässt. Zum anderen wurden die Kreditausfälle immer ausreichend von den Provisionsüberschüssen abgedeckt.

Darüber hinaus werden die finanzierten Fahrzeuge im Falle eines Zahlungsausfalls i.d.R. als Sicherheit herangezogen (oft wird der Fahrzeugbrief bzw. die Zulassungsbescheinigung Teil II bei der finanzierenden Bank hinterlegt), sodass mindestens ein Teil des Kreditbetrags über eine Verwertung des Fahrzeugs wieder hereingespielt werden kann.

Das Kreditrisiko würde ich auf dieser Basis daher als überschaubar und die Forderungen auf der Bilanz damit als wertthaltig ansehen.

Vermietete Vermögenswerte: Restwertrisiko

Definition: Ein Restwertrisiko entsteht dadurch, dass der prognostizierte Marktwert bei Verwertung des Leasing- oder FInanzierungsgegenstands zum Vertragsende geringer sein kann als der bei Vertragsabschluss kalkulierte Restwert, bzw. der Verkaufserlös geringer ist als der Buchwert des Fahrzeugs im Falle einer vorzeitigen Vertragsbeendigung.

Die vermieteten Fahrzeuge werden im Falle von Operating-Leasing-Verträgen zu Anschaffungs- bzw. Herstellkosten aktiviert und anschließend linear über die Vertragslaufzeit bis auf den kalkulierten Restwert abgeschrieben. Dieser kalkulierte

Restwert basiert logischerweise auf Prognosen bzgl. der Restwertentwicklungen... die natürlich auch falsch sein können. Jedenfalls werden die vermieteten Vermögenswerte vierteljährlich auf Basis eines entsprechenden Werthaltigkeitstests durch die Gesellschaft (also intern) überprüft.

Insbesondere die abnehmenden Restwerte der Elektrofahrzeuge – der rasante technologische Fortschritt und die hohen Kaufpreis-Incentives haben die Restwerte vieler alter BEVs stark negativ beeinflusst – können hier zu einem Abwertungsrisiko führen.

Buchhalterisch schlagen sich solche Restwertanpassungen in außerordentlichen Abschreibungen oder – sofern das Fahrzeug vor einer entsprechenden Wertberichtigung verkauft wurde – in Veräußerungsverlusten nieder.

Bei der VW Financial Services AG schwankten die Sonderabschreibungen auf den Fahrzeugbestand in den vergangenen Jahren zwischen ~0,3 und ~2,7% vom vorhandenen Fahrzeugbestand:

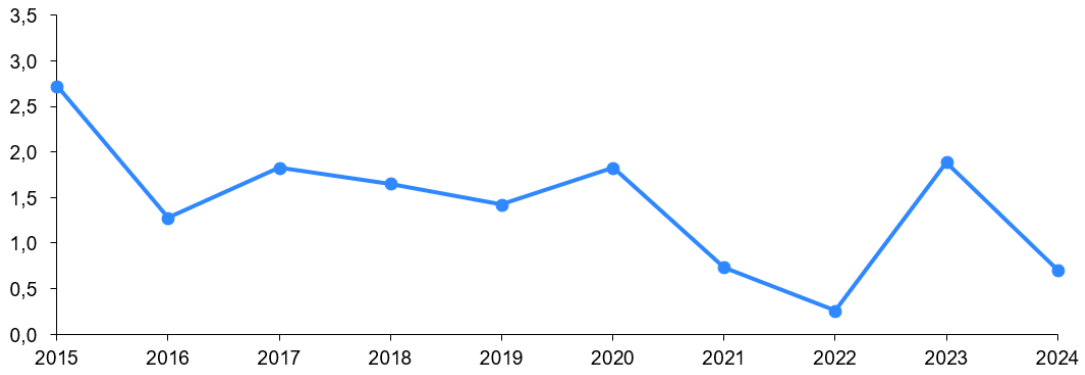


Abbildung 64: Sonderabschreibungen auf den Fahrzeugbestand / vermietete Vermögenswerte VW Financial Services AG [%]; Quelle: Geschäftsberichte VW Financial Services AG, eigene Berechnung

Auch hier kann man ggf. einen Zusammenhang zum Gesamtmarkt erkennen: Beispielsweise haben wir in den Jahren 2020 bis 2022 vergleichsweise starke Preisanstiege bei den Gebrauchtwagen gesehen... in den VW-Daten reflektiert in abnehmenden Sonderabschreibungen. Im Jahr 2023 dann wieder abnehmende Preise einhergehend mit einer höheren Abschreibungsquote (eine quantitativ nachweisbare Korrelation lässt sich aus den Daten der letzten 10 Jahre allerdings wohlgemerkt nicht erkennen).

Absolut betrug die außerplanmäßige Abschreibung im Jahr 2023 insgesamt ~740 Mio. EUR, der Gebrauchtwagenpreis im freien Handel ging in dem Jahr um ca. 15% zurück, im privaten Bereich um ~10% (Quelle: Zentralverband Deutsches

Kraftfahrzeuggewerbe). Selbst in dem Jahr konnte inkl. der Sonderabschreibungen allerdings noch ein Überschuss aus dem Leasinggeschäft i.H.v. 5,2 Mrd. EUR erwirtschaftet werden.

Weitere ganz passende Info aus dem Geschäftsbericht: Entsprechend einer internen Sensitivitätsanalyse würde sich der Gewinn der VW Fin. Services AG nach Steuern bei einer 10%igen Veränderung der Restwerte um ca. 450 Mio. EUR verändern (gilt in beide Richtungen).

Meine Schlussfolgerung daher: Selbst wenn die Gebrauchtwagenpreise nochmal um ca. 20% runtergehen würden (eine Größenordnung, die jedenfalls in Deutschland in den letzten 10 Jahren nicht vorkam), sollte der negative Effekt bzw. Schaden unterhalb der Marke von 1 Mrd. EUR bleiben... immernoch genug, um einen positiven Überschuss aus dem Leasinggeschäft zu erwirtschaften und den bilanziellen Wert nicht substanziell zu beeinträchtigen.

Vermietete Vermögenswerte: Auslastungsrisiko

Das Auslastungsrisiko reflektiert die mögliche Nichtvermietung von Fahrzeugen. Dies ist ein eher operatives Risiko, welches das Unternehmen im Rahmen des tagtäglichen Geschäftsbetriebs über die Preisgestaltung managen muss. Durch die immer kurzfristiger werdenden Vermietungen (die vor kurzem akquirierte Europcar vermietet tendenziell tage- bzw. wochenweise, während die VW Leasing eher mehrere Monate oder sogar Jahre vermietet) nimmt das Risiko natürlich in der Zukunft zu.

An der Performance der Europcar Mobility Group (~170 Mio. EUR Verlust im ersten Halbjahr 2024 und Invest-Bedarf im Rahmen der Restrukturierung von ~400 Mio. EUR) lässt sich darüber hinaus direkt beobachten, wie schwierig es sein kann, einen profitablen Mobilitätsanbieter zu schaffen, der sozusagen alle “Fristigkeiten” (von stunden- bis jahreweise) profitabel abdeckt.

Generelle Risiken: Liquiditätsrisko, Zinsrisiko und Währungsrisiko

Neben den sehr spezifischen Kreditausfall- und Restwertrisiken muss der Financial Services-Bereich auch noch ein, zwei weitere relevante Risiken effektiv managen.

Da wäre zum einen das Liquiditätsrisiko, welches aus unterschiedlichen Laufzeiten von ausgegebenen Krediten auf der einen und von begebenen Anleihen und Einlagengeschäft auf der anderen Seite resultiert. Das Unternehmen muss also

dafür sorgen, dass immer genug Cash vorhanden ist, um ggf. auslaufende Anleihen oder Kredite zu abzulösen bzw. mit Abhebungen von Einlagen umzugehen.

Dieses Risiko ist dem entsprechend eng vebunden mit dem Zinsrisiko. Steigende Zinsen können ja – wie am Beispiel ING Diba deutlich wurde – zu starken Einlagenabhebungen führen (wenn es woanders höhere Zinsen gibt).

Hier wendet Volkswagen – laut eigener Aussage jedenfalls zu 80% - die goldene Bilanzregel an. Diese besagt, dass langfristig gebundenes Vermögen (wie Anlagevermögen) langfristig finanziert werden sollte, während kurzfristiges Vermögen (Umlaufvermögen) kurzfristig finanziert werden kann.

Man spricht in diesem Zusammenhang auch von der so genannten Fristenkongruenz.

Darüber hinaus gibt es natürlich noch potenzielle Währungsumrechnungsrisiken. Diese sind allerdings laut der VW-Berichte durch Refinanzierungen in Landeswährung bzw. ggf. den Einsatz von Hedging-Instrumenten komplett abgesichert.

Bewertung

Nehmen wir einmal das absolute Worst-Case Szenario: Die Volkswagen AG verkauft ab morgen keine Fahrzeuge mehr und der Bereich FInanzdienstleistungen kann ab sofort quasi kein Neugeschäft mehr generieren.

In einem solchen Szenario würden die ausstehenden Forderungen aus dem Kreditgeschäft über die Zeit beglichen, die Leasing-Verträge würden nach und nach auslaufen und die Fahrzeuge durch Volkswagen auf dem Gebrauchtwagenmarkt veräußert werden.

Wenn man sich die Anzahl an neuen Vertragsabschlüssen je Geschäftsjahr in Relation zur Anzahl an Gesamtverträgen ansieht, dann sollte so eine “Abwicklung” nicht länger als 2-3 Jahre dauern:

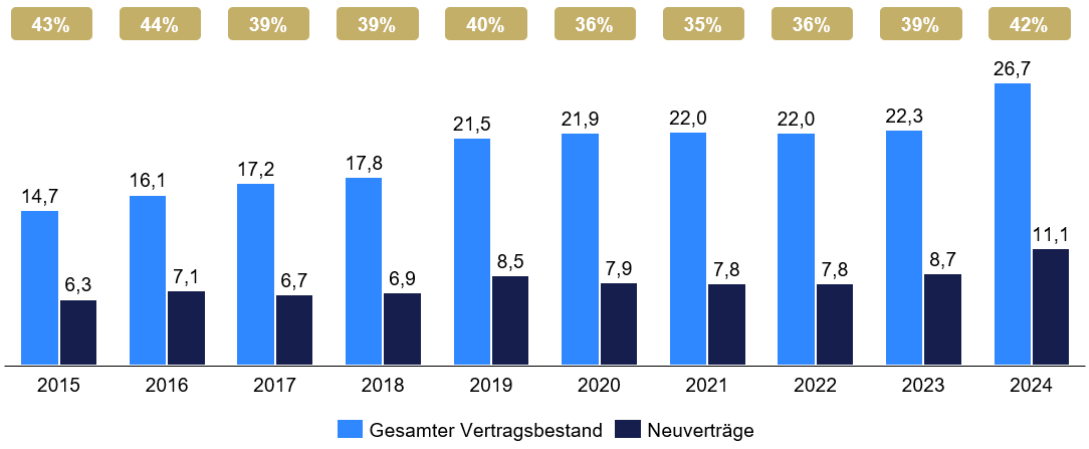


Abbildung 65: Gesamter Vertragsbestand und Neuverträge Konzernbereich Finanzdienstleistungen [Mio. Stk.] sowie „Replacement Rate" [%]; Quelle: Geschäftsberichte Volkswagen AG

D.h. in max. 2-3 Jahren wären die Rückzahlungen der Kredite sowie auch die Verkaufserlöse der Leasingfahrzeuge an das Unternehmen zurückgeflossen (und darüber hinaus noch die Zinszahlungen und Leasingraten über die verbleibende Vertragslaufzeit).

Meine Schlussfolgerung für die Analyse des Volkswagen-Konzerns: Den fairen Wert des Finanzdienstleistungs-Geschäfts einmal mit dem Buchwert gleichzusetzen, ist vermutlich nicht komplett falsch. Daher gehe ich in die folgende Bewertung des Gesamtunternehmens einmal mit einem EK-Wert für den Finanzdienstleistungs-bereich von ca. 45 Mrd. EUR rein.

9 Bringing it all together: Bewertungsszenarien und wesentliche Take Aways

Bevor wir in die konkrekte Bewertung der Volkswagen AG einsteigen, fasse ich die wesentlichen Erkenntnisse bis hierher nochmal kurz zusammen.

Konzernbereich Automobile und China-JVs

1. Ohne Gegenmaßnahmen würde der aktuell noch klar positive operative Gewinn über die nächsten ~5 Jahre vermutlich bis quasi auf Null abschmelzen
2. Das Management hat allerdings Maßnahmen i.H.v. ~25 Mrd. EUR (meine Abschätzung) formuliert und damit begonnen diese umzusetzen. Bei Annahme einer vollständigen Zielerreichung und einer CCR i.H.v. ~60% könnte das Autogeschäft bis zum Ende der Dekade wieder einen Gewinn i.H.v. ~24 Mrd. EUR bzw. einen freien Cash Flow i.H.v. ~14 Mrd. EUR erwirtschaften
3. Aufgrund des allgemein schlechten Track-Records der Industrie bei der Umsetzung von Restrukturierungsmaßnahmen (und auch den schlechten Prognosefähigkeiten von Volkswagen im Hinblick auf die Umsetzung der Transformation) wurde ein Abschlag von 35% auf die Maßnahmenumsetzung definiert. D.h. im Basisszenario gehe ich von einem operativen Gewinn i.H.v. ~16 Mrd. EUR und einem freien Cash Flow i.H.v. ~10 Mrd. EUR aus

Konzernbereich Finanzdienstleistungen

Der Konzernbereich Finanzdienstleistungen verfügt zum Ende des GJ 2024 über ein bilanzielles Eigenkapital i.H.v. ca. 45 Mrd. EUR. Auf der Assetseite handelt es sich hierbei i.W. um Forderungen aus dem Kredit- und Leasinggeschäft sowie vermietete Vermögenswerte.

Aufgrund der eher konservativen Kreditvergabepraktiken (Credit Loss Ratio ~0,3%) und des relativ begrenzten Effekts von Restwertschwankungen (Downside schätzungsweise ~0,5 bis 1,5 Mrd. EUR) gehen wir davon aus, dass für die ausgewiesenen Bilanzwerte keine substanziellen Negativrisiken bestehen.

Auf dieser Basis können wir den intrinsischen Wert des Bereichs Finanzdienstleistungen im Basisszenario mit eben jenen ca. 45 Mrd. EUR Eigenkapital in unserer Gesamtbewertung berücksichtigen.

Bewertung des Konzerns im Base Case

Die Bewertung eines Auto-OEMs kann grundsätzlich auf mehreren Wegen erfolgen. Eine gängiges Bewertungstool ist die so genannte Sum-of-the-Parts (SOTP) Bewertung, welche auch die aktuellen Börsenkurse der großen Beteiligungen berücksichtigt.

In diesem Fall gehen wir aber einmal von den zukünftig erwarteten Cash Flows aus und schauen uns den möglichen Return an, den wir mit einem Investment in die Volkswagen AG über einen Zeitraum von ~5 Jahren erzielen könnten.

Dazu das folgende Narrativ:

Nehmen wir einmal an, wir wurden das ganze Unternehmen zu einem theoretischen Kaufpreis i.H.v. 50 Mrd. EUR erwerben. In diesem Fall könnten wir die Sparte Finanzdienstleitungen über zwei bis drei Jahre abwickeln, dabei einen Barmittelzufluss in der Größenordnung von 45 Mrd. EUR generieren und diesen in Form einer Sonderdividende an uns selbst auschütten (darüber hinaus könnten wir natürlich alle zugehörigen Schulden tilgen).

In diesem Szenario blieben wir also anschließend mit ca. 5 Mrd. EUR im Automobilgeschäft investiert.

Gehen wir nun einmal weitergehend davon aus, dass alle Automobil-Cash Flows der kommenden 4 Jahre (2025 bis 2028) in die Restrukturierung des Geschäfts

reinvestiert werden (FCF und Dividende also gleich Null betragen) und damit eine Umsetzung der geplanten Restruktuierungsmaßnahmen i.H.v. 65% gelingt.

In diesem Fall würden wir in ~5 Jahren ein Unternehmen mit einem freien Cash Flow i.H.v. ~10 Mrd. EUR jährlich besitzen („Owner Earnings“) und hätten dafür in Summe 5 Mrd. EUR investiert.

Selbst bei einer Discount Rate von 40% (Cash Flow Multiple = 2,5) hätte dieser nachhaltige Cash Flow noch einen heutigen Wert i.H.v. ~6,5 Mrd. EUR. Bei einem Abzinsungsfaktor i.H.v. 20% (CF Multiple = 5,0) wären es bereits ~24 Mrd. EUR, was – zusammengenommen mit dem Finanzdienstleistungsbereich – einem fairen Wert je Aktie von ~135 EUR entsprechen würde (Upside ggü. heute ~50%):

Item	Einheit	Jahr 0	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5
Kapitalkosten	%		20%	20%	20%	20%	20%
Langfrist. Wachstum	%						0%
Abzinsungsfaktor	-		0,83	0,83	0,83	0,83	5,0
FCF Auto-Geschäft	Mio. EUR		0	0	0	0	10000
EK-Wert (Rollback Verfahren)	Mio. EUR	24113	28935	34722	41667	50000	
EK-Wert (Rollback Verfahren)	Mio. EUR	24113					
EK-Wert Finanzdienstl.	Mio. EUR	45000					
Nicht-beherrschende Anteile	Mio. EUR	-1043					
EK-Wert	Mio. EUR	68070					
Fairer Aktienkurs	**EUR/Aktie**	135,9					

Abbildung 66: DCF-Bewertung Volkswagen AG; Quelle: Eigene Berechnungen

Und merke: Die in der Praxis möglichen (bzw. sogar wahrscheinlichen) positiven Cash Flows und Dividenden der kommenden 4 Jahre sind hier noch gar nicht eingerechnet.

Alles in allem scheint das erstmal ein Investment mit einem begrenzten Downside- aber substanziellem Upside-Potenzial darzustellen.

Kleiner Hinweis noch: Bei einer unterstellten CCR i.H.v. 60% entspräche ein Cash Flow Multiple i.H.v 5x einem Gewinnmultiple (vor Steuern) i.H.v. 3x. Mit der historischen Marktbewertung ist diese Wert allerdings nur vergleichbar, wenn wir ein aquivalentes Multiple auch für den Bereich Finanzdienstleistungen unterstellen.

Die bisher getroffenen Annahmen sind zwar bereits recht konservativ. Gehen wir aber trotzdem nochmal einen Schritt weiter und führen einen Stresstest im Hinblick auf den realisierbaren Cash Flow des Automobilbereichs sowie die Bewertung des Bereichs Finanzdienstleistungen durch.

Stresstest

Wenn wir im ersten Schritt einmal unterstellen, dass die Bewertung das Bereichs Fnanzdienstleistungen tatsächlich im Bereich der abgeschätzten 45 Mrd. EUR liegt, dann führt eine entsprechende Sensitivitätsanalyse zu folgendem Ergebnis (Hinweis: Die farbliche Einordnung basiert auf einem Aktienkurs i.H.v. 90 EUR je Aktie, grün hervorgehoben sind alle Szenarien mit einer Sicherheitsmarge i.H.v. 30% oder mehr):

Discount Rate [%]	Cash Flow Automobilgeschäft (in China-JVs) [Mio. EUR]							
	16000	14000	12000	10000	8000	6000	4000	2000
5%	613	548	482	416	350	285	219	153
10%	306	279	251	224	197	170	142	115
15%	209	194	179	164	149	133	118	103
20%	165	155	145	136	126	117	107	97
25%	140	134	127	120	114	107	101	94
30%	125	120	116	111	106	102	97	92
35%	115	112	108	105	101	98	95	91
40%	109	106	103	101	98	96	93	90
45%	104	102	100	98	96	94	92	90
50%	100	99	97	96	94	92	91	89

Abbildung 67:Sensitivitätsanalyse Bewertung Volkswagen AG, fairer Aktienkurs [EUR / Aktie] bei verschiedenen Annahmen bzgl. FCF Auto-Geschäft und Discount Rate; Wert Bereich Finanzdienstleistungen = 45 Mrd. EUR; Quelle: Eigene Berechnungen

Wie man sehen kann, läge der faire Aktienkurs des Unternehmens selbst bei einem nachhaltigen Automotive Cash Flow i.H.v. nur 2 Mrd. EUR und einer Discount Rate von 20-40% noch im Bereich oberhalb der 90 EUR-Marke. In puncto Maßnahmenrealisierung würde das bedeuten, dass das Management nur ca. 15% der avisierten Maßnahmen tatsächlich umgesetzt bekommt.

Wie sähe das Ganze aber nun aus, wenn der Bereich Finanzdienstleistungen anstelle der abgeschätzten grob 45 Mrd. EUR nur ca. 25 Mrd. EUR wert wäre (z.B. weil die Restwertrisiken der BEVs massiv unterschätzt wurden und die Kreditvergabepraxis doch viel laxer war als unterstellt und es deshalb zu Zahlungsausfällen kommt).

In einem solchen Fall ergibt sich das folgende Bild:

Discount Rate [%]	Cash Flow Automobilgeschäft (in China-JVs) [Mio. EUR]							
	16000	14000	12000	10000	8000	6000	4000	2000
5%	573	508	442	376	311	245	179	114
10%	266	239	211	184	157	130	102	75
15%	170	154	139	124	109	93	78	63
20%	125	115	106	96	86	77	67	57
25%	100	94	87	81	74	67	61	54
30%	85	80	76	71	66	62	57	52
35%	75	72	68	65	62	58	55	51
40%	69	66	63	61	58	56	53	50
45%	64	62	60	58	56	54	52	50
50%	60	59	57	56	54	53	51	49

Abbildung 68: Sensitivitätsanalyse Bewertung Volkswagen AG, fairer Aktienkurs [EUR / Aktie] bei verschiedenen Annahmen bzgl. FCF Auto-Geschäft und Discount Rate; Wert Bereich Finanzdienstleistungen = 25 Mrd. EUR; Quelle: Eigene Berechnungen

Wie man sehen kann, ist der intrinsische Wert des Finanzdienstleistungebreichs ein wesentlicher Treiber des gesamten Unternehmenswerts (was auch nicht weiter verwundert, wenn man sich überlegt, dass das Eigenkapital des Bereichs für sich genommen im Grunde bereits der aktuellen Marktbewertung des gesamten Unternehmens entspricht).

Auf Basis der Darstellung können wir Folgendes schlussfolgern: Sofern das Automobil-Geschäft in 5 Jahren einen Cash Flow i.H.v. 10 Mrd. EUR erwirtschaften kann (Maßnahmen-Zielerreichung 65%, CCR 60%) und der Markt diesen Cash Flow nach wie vor mit dem Multiple von ~5x bewertet (also Discount Rate 20% bzw. Gewinn-multiple 3x), dann sollte der intrinsische Wert der Volkswagen AG nach wie vor oberhalb des aktuellen Aktienkurses liegen.

Ein wirklich konservatives Szenario könnte aus meiner Perspektive folgendermaßen aussehen:

- In den kommenden 4 Jahren aufgrund der Restrukturierung kein positiver Cash Flow im Automobilgeschäft und keine Dividendenausschüttung
- Umsetzung der Restrukturierungsmaßnahmen zu ~35%, was bei einer CCR i.H.v. 60% in einem Netto-Cash Flow des Autogeschäfts i.H.v. ~5 Mrd. EUR entspricht
- Abschlag auf den Buchwert des Bereichs Finanzdienstleistungen i.H.v. ~20%, Bewertung daher im Bereich von ~35 Mrd. EUR
- Marktbewertung in 5 Jahren zum ~5-fachen Cash Flow (also keine substanzielle Multiple-Aufweitung)

Auf Basis dieser Annahmen ergibt sich die folgende überschlägige Bewertung der Volkswagen AG:

Item	Einheit	Jahr 0	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5
Kapitalkosten	%		20%	20%	20%	20%	20%
Langfrist. Wachstum	%						0%
Abzinsungsfaktor	-		0,83	0,83	0,83	0,83	5,0
FCF Auto-Geschäft	Mio. EUR		0	0	0	0	5000
EK-Wert (Rollback Verfahren)	Mio. EUR	12056	14468	17361	20833	25000	
EK-Wert (Rollback Verfahren)	Mio. EUR	12056					
EK-Wert Finanzdienstl.	Mio. EUR	35000					
Nicht-beherrschende Anteile	Mio. EUR	-1043					
EK-Wert	**Mio. EUR**	**46013**					
Fairer Aktienkurs	**EUR/Aktie**	**91,8**					

Abbildung 69: DCF-Bewertung Volkswagen AG; Quelle: Eigene Berechnungen

Wie auf der obigen Grafik ersichtlich wird, sollte selbst im dargestellten und sehr konservativen Szenario ein fairer Aktienkurs i.H.v. ca. 90 EUR je Aktie erzielbar sein.

Ausgehend von diesem Szenario ist das Upside-Potenzial allerdings substanziell:

- Der freie Cash Flow (und auch die Dividende) in den kommenden 4 Jahren werden selbst nach allen Investments und bei Quersubventionierung des BEV-Ramp-ups vermutlich immernoch positiv sein
- Aufgrund der Vielfältigkeit der definierten Maßnahmen (und auch des Commitments von Management und Mitbestimmung) erscheint eine Zielerreichung oberhalb der hier unterstellten 35%-Marke wahrscheinlich zu sein
- Die Bilanz des Bereichs Finanzdienstleistungen scheint werthaltig zu sein. Bei in etwa gleichbleibender Margen wird in den kommenden Jahren außerdem zusätzliches Eigenkapital aufgebaut werden
- Es gibt weitere nicht berücksichtigte (Wachstums-)Optionen: Kostenoptimierungen auf der Einkaufsseite, Erschließen neuer Geschäftsfelder (z.B. Auslastung der Werke mit Rüstungsproduktion), Konsolidierung kleinerer All-Electric Player (z.B. Rivian, XPeng etc. – auch hier wird es früher oder später eine Konsoliderung geben (müssen)), Ausweitung der Penetration Rate im Bereich Finanzdienstleistungen etc.

Woran glauben? Zusammenfassung der Bewertung

Ein mögliches Investment in die Aktie der Volkswagen AG ist Stand heute zwar natürlich mit Risiken behaftet. Vor dem Hintergrund der Ergebnisse des obigen Stresstests scheinen die wesentlichen Risiken allerdings in der aktuellen Marktbewertung (aktueller Kurs ~90 EUR je Aktie) bereits eingepreist zu sein.

Auf Basis der im Basisszenario getroffenen Annahmen sollte mit einer Perspektive von ca. 5 Jahren also ein substanzielles Upside-Potenzial vorhanden sein. Bei einem intrinsischen Wert der Aktie von ~135 EUR wären das ca. 50%, was einem jährlichen Return i.H.v. ~8,5% entspricht.

Ist dieses Return-Potenzial (also 8,5% pa) also ausreichend, um ein Investment in die Aktie zu rechtferigen? Die Beantwortung dieser Frage hängt nach meinem Dafürhalten stark von den möglichen Kurstreibern der Aktie ab… bzw. von der Frage, ob und wann der Markt die Aktie in Antizipation einer verbesserten Gewinn- und Cash Flow-Situation tatsächlich aufwerten würde.

10 Mögliche Kurstreiber / Catalysts

Eine in der Theorie günstige Marktbewertung mit einem substanziellen Upside- und einem sehr überschaubaren Downside-Potenzial ist das eine. Die tatsächliche Realisierung dieses Potenzials am Kapitalmarkt allerdings ist eine ganz andere andere Baustelle.

Die relevante Frage in diesem Zusammenhang lautet: Welche frühen Signale benötigen die Marktbeobachter eigentlich, um wieder Zuversicht in die zukünftige Entwicklung der Volkswagen AG und das Management unter Führung von Oliver Blume zu gewinnen?

An der aktuell sehr volatilen Aktienkursentwicklung lässt sich denke ich gut ablesen, dass der Markt die Maßnahmen des Management irgendwo wertschätzt und als richtig erachtet… jedenfalls wurden die entsprechenden Ankündigungen jeweils von kleineren Kursaufschlägen begleitet (wobei die makroökonomischen Hiobsbotschaften (Importzölle à la Trump) allerdings aktuell wieder überwiegen).

Für eine echte Aufwertung braucht es allerdings zum jetzigen Zeitpunkt meiner Meinung nach noch etwas mehr als bloße Ankündigungen. Ich würde erwarten, dass mindestens zwei bis drei Quartale mit einer nachhaltig positiven Entwicklung (die eindeutig den ergriffenen Maßnahmen zugeschrieben werden kann) erforderlich sind, bevor der Aktienkurs tatsächlich signifikanten Auftrieb erhalten kann.

Wann es diese ersten Signale geben wird? Steht natürlich komplett in den Sternen. Jedenfalls lässt sich auf der Basis die berechtigte Hoffnung äußern, dass das Kurspotenzial bereits vor Ablauf der vollen 5 Jahre realisiert werden kann, was

natürlich den jährlichen Return des Investments verbessern würde (wenn der Markt das Potenzial sagen wir mal bereits in drei Jahren realisiert, dann läge der Return bereits in der Größenordnung von ca. 15% pa.).

11 Disclaimer

Richtigkeit der bereitgestellten Informationen

Die Inhalte dieses Dokuments wurden mit größtmöglicher Sorgfalt und nach besten Gewissen erstellt. DIY Investor übernimmt jedoch keine Gewähr für die Aktualität, Vollständigkeit und Richtigkeit der bereitgestellten Informationen und gibt darüber hinaus auch keine Handlungsempfehlungen ab. Es handelt sich außerdem nicht um irgendeine Form der Anlageberatung.

Investoren sind dazu angehalten, ihre eigenen Recherchen und Bewertungen auf der Grundlage öffentlich zugänglicher Informationen durchzuführen.

Zukunftsgerichtete Aussagen

Alle in diesem Dokument enthaltenen zukunftsgerichteten Aussagen, Prognosen oder Marktprognosen sind von Natur aus ungewiss und spekulativ. Sie basieren auf bestimmten Annahmen und spiegeln die tatsächlichen zukünftigen Ereignisse möglicherweise nicht genau wider.

Unvorhergesehene Ereignisse können die Wertentwicklung der besprochenen Wertpapiere erheblich beeinflussen.

Die bereitgestellten Informationen sind zum Zeitpunkt der Erstellung zwar aktuell, gelten möglicherweise aber nicht für zukünftige Umstände.

DIY Investor ist nicht verpflichtet, den Inhalt über das ursprüngliche Veröffentlichungsdatum hinaus zu korrigieren, zu aktualisieren oder zu überarbeiten.

Vervielfältigung

Jede Art der Vervielfältigung, Bearbeitung, Verbreitung, Einspeicherung und jede Art der Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechts bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung des jeweiligen Rechteinhabers. Das unerlaubte Kopieren oder Speichern der bereitgestellten Informationen ist nicht gestattet.

Offenlegung von Positionen

DIY Investor kann Long- oder Short-Positionen in den Wertpapieren der genannten Unternehmen halten. Solche Positionen können sich ohne Gewähr ändern.

Haftungsausschluss

DIY Investor haftet nicht für mögliche direkte oder Folgeschäden, die direkt oder indirekt aus der Nutzung der in diesem Inhalt bereitgestellten Informationen resultieren.

Durch den Zugriff auf die Inhalte von DIY Investor erklärst du dich mit diesem Haftungsausschluss und den Nutzungsbedingungen einverstanden.

Eigentum der Website und Nutzungsbedingungen

DIY Investor (www.diyinvestor.de) ist Eigentum der „RNWY GmbH“ und wird von diesem Unternehmen betrieben. Durch den Zugriff auf die Website erklärst du dich mit den aktuellen Nutzungsbedingungen und der Datenschutzrichtlinie einverstanden. Diese Bedingungen können geändert werden. Der Inhalt dieser Website stellt kein Angebot zum Kauf, Verkauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren dar, wo dies gesetzlich verboten ist.

12 Weitere Ressourcen

- **McKinsey:** Insights from Vehicle Teardown (2019)
- **New York Times:** How China Became the World's Largest Car Exporter
- **Global Times:** BYD's rapid rise is based on many years' innovation, China's supply chain sophistication
- **EU Kommission:** Entscheidung bzgl. der Einführung von Strafzöllen auf BEV-Importe aus China
- **Manager Magazin:** Trumps Zölle schaden laut Ford-Chef US-Autobauern
- **BCG:** The Battery Cell Factory of the Future
- **Mobile.de:** Baukästen im Automobilbau
- **Volkswagen AG:** Pressemitteilung zur „In China, for China"-Strategie
- **All Electronics:** Was ist eine zonale Architektur im Auto?

Über DIY Investor

Axel Kalthoff ist der Investor und Gründer von ***DIY Investor*** (diyinvestor.de) und hat inzwischen mehr als 15 Jahre Erfahrung am Kapitalmarkt sowie mit der Restrukturierung von Großunternehmen.

Axel startete seine Karriere bei McKinsey & Company, wo er mehrere Jahre als Research Analyst und Unternehmensberater arbeitete.

Anschließend arbeitete Axel mehrere Jahre lang in leitenden Strategiepositionen bei Großkonzernen.

Axel hat Bauingenieurwesen und Wirtschaftswissen-schaften studiert und darüber hinaus in 2011 erfolgreich die CFA-Charter erworben.

DIY Investor / RNWY GmbH
Luegplatz 2
40545 Düsseldorf
Web: https://diyinvestor.de
Email: axel@diyinvestor.de

© / COPYRIGHT: DIY Investor / RNWY GmbH. Alle Rechte vorbehalten.
STRENG VERTRAULICH UND RECHTLICH GESCHÜTZT
Jegliche Verwendung dieser Unterlagen ist strengstens untersagt