

Abgeraucht
(Fotomontage):
„Dieselgate“ bringt
VW in Bedrängnis

PRO

Dr. Norbert Kalliwoda von Kalliwoda Research

Volkswagen


Chance oder Falle?

Die Börse hat Volkswagen gnadenlos abgestraft. Ist die Aktie ein Fass ohne Boden?
Oder ist die Gelegenheit günstig, jetzt einzusteigen? Ein Pro und Contra

Die Zahl kam am Dienstag per Mail um 11.46 Uhr, und sie offenbarte das gesamte Ausmaß der Affäre. Weltweit elf Millionen Dieselfahrzeuge der Marke VW sollen mit einer Schummel-Software ausgestattet worden sein, um offizielle Abgasmessungen zu manipulieren. Tags zuvor war lediglich von 482 000 Fahrzeugen in den USA die Rede gewesen – und bereits da wurde die Aktie regelrecht verprügelt. Binnen zwei Tagen hat sich ein Drittel des Börsenwerts in Luft aufgelöst. Kein Wunder angesichts einer möglichen Strafzahlung von 18 Milliarden US-Dollar, die Volkswagen allein in den USA droht. Weitere mögliche Schadensersatzforderungen und die Kosten für den Rückruf sind da noch gar nicht inbegriffen, geschweige denn der Imageschaden. Trotzdem stellt sich die Frage: Ist VW nicht gerade jetzt ein Schnäppchen? Immerhin handelt es sich um einen der größten Konzerne Europas und eines der substanzstärksten Dickschiffe im Dax. FOCUS-MONEY macht den Aktien-TÜV mit zwei Analysten, die in ihrer Einstellung gegenüber VW verschiedener nicht sein könnten. Argumente für oder gegen die Aktie haben beide. Wem schließen Sie sich an? Finger weg – oder mit Vollgas einsteigen?

Diesel-Debakel, Gewinnwarnung, Kurssturz: Die VW-Aktie ist richtig unter die Räder gekommen. Seit März hat sich der Kurs mehr als halbiert. Es heißt ja immer: Man soll kaufen, wenn die Kanonen donnern. Kann man sich da jetzt reintrauen in die Aktie?

- **Norbert Kalliwoda:** Wer mittelfristig orientiert ist, kann zum jetzigen Zeitpunkt definitiv einsteigen, auch wenn der Kurs vielleicht noch etwas fallen kann. Die Aktie wird wiederkommen, davon bin ich überzeugt.
- **Jürgen Pieper:** Es handelt sich um einen ernsten Fall. Da ist womöglich auch noch nicht das Ende der Fahnenstange erreicht. Auf einmal war von elf Millionen Autos die Rede und nicht nur von 480 000. Die Rückstellung von VW in Höhe von 6,5 Milliarden Euro deckt lediglich die Rückrufkosten. Da sind mögliche Strafzahlungen noch gar nicht berücksichtigt. Ich würde da definitiv noch warten. Der Kurs kann immer noch fallen, und es kann immer noch neue Rückstellungen geben. Was das alles für das Image von VW und den weiteren Geschäftsverlauf bedeutet, wird sich erst in den kommenden Monaten zeigen.



Jürgen Pieper
vom Bankhaus
Metzler

CONTRA

In den USA droht eine 18-Milliarden-Dollar-Strafe. Sammelklagen und Rückrufaktionen stehen im Raum. Es wurde bereits eine große Rückstellung gebildet, die das Ergebnis in diesem Jahr belasten wird. Welche Auswirkungen hat das auf Bonität und Dividende?

● **Pieper:** Im Worst Case kommt im nächsten Jahr auf VW eine Strafzahlung von einigen Milliarden zu. Wenn dann auch noch der Umsatz deutlich sinken sollte, weil die Nachfrage nach VW-Produkten zurückgeht, und als Jahresergebnis eine schwarze Null steht, würde auch die Dividende ausfallen. Das ist durchaus denkbar. In Sachen Rating bin ich kein Experte. Aber wenn zweistellige Milliardensummen auf dem Spiel stehen, könnte auch das Rating gekappt werden. VW hat zwar eine Liquidität von 25 Milliarden Euro, aber alles, was über zehn Milliarden Euro hinausgeht, tut auch VW richtig weh.

● **Kalliwoda:** Die Dividende kann geringer ausfallen, vielleicht wird auch das Rating etwas runtergesetzt, aber VW hat insgesamt eine starke Bilanz. Der Konzern kann es sich leisten, jedes Jahr rund vier Milliarden Euro in Forschung und Entwicklung zu investieren. Ich rechne übrigens auch nicht damit, dass die 18 Milliarden Dollar als Strafe in den USA gezahlt werden müssen. VW muss jetzt lückenlos aufklären und Transparenz schaffen, dann wird die Strafe geringer ausfallen.

VW hat 96 Milliarden Euro Eigenkapital. Die können die finanziellen Risiken doch locker stemmen oder nicht? Oder muss der Konzern möglicherweise eine Kapitalerhöhung durchführen?

● **Pieper:** Die Existenzfrage muss jetzt nicht gestellt werden bei VW. Wenn allerdings zweistellige Milliardensummen gezahlt werden müssten, wäre auch eine Kapitalerhöhung durchaus möglich. Wie gesagt: Alles, was sich im zweistelligen Milliardenbereich bewegt, ist für Volkswagen schmerzhaft.

● **Kalliwoda:** Nein, das glaube ich nicht. Meines Erachtens wird eine Kapitalerhöhung nicht nötig sein. Ich denke, der Worst Case in Sachen Strafzahlung wird nicht eintreten, und deshalb muss auch eine solche Maßnahme nicht sein.

VW hatte es in der Vergangenheit schwer, mit seinen Modellen in den USA zu punkten. Marktanteil: mickrige 4,5 Prozent. Allein von Januar bis August verkaufte VW in Nordamerika nur 238 100 Autos und damit 2,8 Prozent weniger als im Vorjahreszeitraum. Hat VW nach dem Skandal in Amerika überhaupt noch eine Chance, wieder auf die Beine zu kommen? Wenn ja: wie?

● **Pieper:** Ich denke, dass der Name Volkswagen in den USA nachhaltig beschädigt ist. Man muss da jetzt anfangen, ganz neue Wege zu gehen. Die Produktpolitik war für den amerikanischen Markt nicht die richtige. Es fehlte zum Beispiel ein guter Pick-up. Einen vernünftigen SUV oder eine Limousine ohne große Extras zu bauen ist ja kein Hexenwerk. Da ist VW möglicherweise in der Vergangenheit zu ignorant gewesen.

● **Kalliwoda:** Die Kernmarke VW hat in den Vereinigten Staaten Probleme, das stimmt. Aber die Marken Porsche, Audi und Scania, die ebenfalls zu Volkswagen gehö- ▶

Schlussstrich

Nach einer Aufsichtsratsitzung am Mittwoch vergangener Woche erklärte Konzernchef Martin Winterkorn seinen Rücktritt. Größter Einzelaktionär ist Porsche, gefolgt vom Land Niedersachsen.

Aktienbesitz und Stimmrechte bei Volkswagen in Prozent



Quelle: Bloomberg

Mit Vollgas in die Tiefe

Es war einer der heftigsten Börsenabstürze in der Geschichte des Dax. Binnen zwei Tagen verlor VW mehr als ein Drittel seines Börsenwerts. Doch der Abwärtstrend war schon seit Monaten intakt.

Volkswagen-Vorzugsaktie



Quelle: Thomson Reuters Datastream

ren, genießen weltweit hohes Ansehen. Das sind starke Marken und starke Assets, das darf man nicht vergessen. Ich denke, die Zeit heilt alle Wunden. Den zweitgrößten Automarkt der Welt wird VW nicht verloren geben. Man wird jetzt marktgerechtere Modelle bauen. Ich nenne mal ein Beispiel: Ende 2016 wird Volkswagen mit zwei neuen Geländewagen auf dem US-amerikanischen Markt angreifen.

In China verkauft VW circa 37 Prozent seiner Autos weltweit. Doch im Reich der Mitte schwächelt die Wirtschaft. Droht womöglich noch mehr Ungemach, oder bleibt China weiter ein dicker Ertragsbringer?

- **Kalliwoda:** Das Wachstum lässt nach, wird aber langfristig trotzdem noch hoch sein. Von der Note „Sehr gut“ rutscht China jetzt vielleicht auf eine „Zwei minus“. Das ist immer noch solide. Außerdem wird das Einkommen der Bevölkerung in der Breite weiter steigen, die Kaufkraft für die Nachfrage von Autos wird auch künftig da sein. Da ist gut für VW.
- **Pieper:** In China ist der Autoabsatz rückläufig. Der Markt ist aber weiterhin lukrativ, die Margen dort sind höher als in anderen Regionen. Ich denke, die Schwäche ist nur temporärer Natur. Ab dem nächsten Jahr werden wir wieder viel mehr über die Chancen von China sprechen als über die Risiken.

Was ist Ihr Zielkurs für die Aktie?

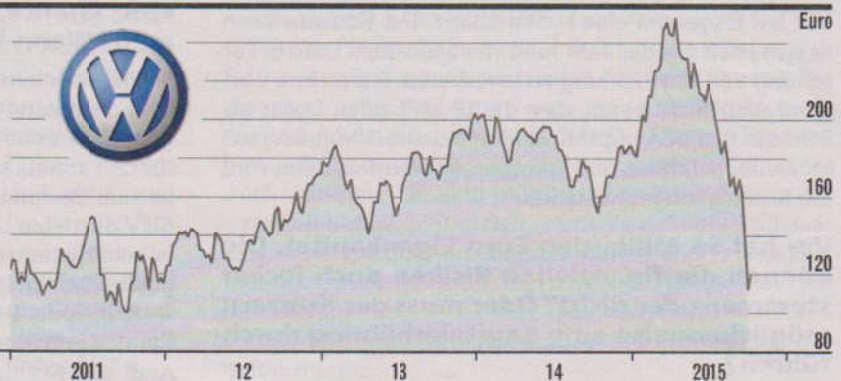
- **Pieper:** Ich sehe die Aktie in den kommenden Wochen bei 85 bis 90 Euro. Das wäre der halbe Buchwert. Langfristig hat sie dann aber wieder Potenzial bis mindestens 200 Euro.
- **Kalliwoda:** Wir haben bis dato ein Kursziel von 235 Euro ausgegeben. Zugegeben: Wir werden es ein wenig anpassen, das ist noch in Arbeit. Aber in zwei bis drei Jahren werden wir wieder eine Zwei vor der dreistelligen Zahl sehen. Da bin ich sehr sicher.

TIMO BAUDZUS

Langfristig erfolgreich

Die Marke Volkswagen genoss bis vergangene Woche einen exzellenten Ruf. Das Traditionshaus zehrte unter anderem von einem guten Marken- und Produktimage. Nach einer langen Hausse steht die Aktie nun wieder dort, wo sie bereits im Herbst 2011 notierte.

ISIN:	DE0007664005
Börsenwert:	55,9 Mrd. Euro
Umsatz 15/16e:	212,7/218,5 Mrd. Euro
Gewinn 15/16e:	10,8/11,5 Mrd. Euro
Gewinn je Aktie 15/16e:	22,21/23,74 Euro
KGV 2015/2016:	5,4/5,0
Dividende je Aktie 15/16e:	5,10/5,69 Euro
Dividendenrendite 15/16e:	4,32%/4,82%
Kursziel:	166 Euro
Stoppkurs:	94,40 Euro
e = erwartet	



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg