

Michael Janzen

AKTIENANALYSE und UNTERNEHMENS- BEWERTUNG

SCHNELLEINSTIEG

Praktische Methoden und Strategien für Privatanleger

Zum
Download:
Excel-Vorlage zur
Kennzahlen-
berechnung



Inhalt

Einleitung	9
Arbeiten mit diesem Buch	10
Hinweis: Keine Anlageempfehlung	10
1 Die Grundlagen	11
1.1 Der Grundstein: Was sind Aktien?	11
1.2 Wie hängt der Aktienkurs mit dem Unternehmen zusammen?	12
1.3 Warum sollte man selbst Unternehmen bewerten?	13
1.3.1 Bringt das Bewerten Vorteile?	13
1.3.2 Warum nicht fremden Analysen vertrauen?	16
1.4 Kann man die Berechnung der Kennzahlen outsourcen?	17
1.5 Welche Sicherheiten gibt mir meine Analyse und welche nicht?	18
1.6 Die realistische Rendite	20
1.7 Chartanalyse oder Fundamentalanalyse?	21
1.8 Qualität und Preis: Wie ist eine Fundamentalanalyse aufgebaut	22
1.9 Welche Unternehmen liegen in meinem Kompetenzbereich?	23
1.10 Value Investing oder Growth Investing	25
1.11 Wo finde ich Informationen?	26
2 Jahresabschlüsse lesen	29
2.1 Sind Jahresabschlüsse sicher?	29
2.2 Relevante Bilanzierungsvorschriften	30
2.3 Der Aufbau von Jahresabschlüssen	32
2.3.1 Die Gewinn- und Verlustrechnung (income statement)	33
2.3.2 Die Bilanz (balance sheet)	38
2.3.3 Die Kapitalflussrechnung (cash flow statement)	43
2.3.4 Die Eigenkapitalveränderungsrechnung	47
2.3.5 Der Anhang	47
2.4 Der Geschäftsbericht	50
2.5 Der Umgang mit Zwischenberichten	50
2.6 Legale Jahresabschlussmanipulation	51
2.6.1 Einmalige Sondereffekte mit Wirkung auf die Gewinnqualität ..	52

3	Die quantitative Analyse: Jahresabschlüsse systematisch auswerten	55
3.1	Die Rentabilitätsanalyse	56
3.1.1	Die Margen	57
3.1.2	Der Kapitalumschlag	62
3.1.3	Die Kapitalrentabilität	63
3.2	Die Analyse finanzieller Risiken	68
3.2.1	Die Kapitalstruktur (vertikal)	70
3.2.2	Die Vermögensstruktur (vertikal)	72
3.2.3	Die Anlagenabdeckung (horizontal)	73
3.2.4	Die Liquidität (horizontal)	74
3.2.5	Die Nettofinanzverschuldung und die Nettoverschuldung	78
3.2.6	Der Zinsdeckungsgrad	83
3.3	Das Wachstum	85
3.4	Weitere Kennzahlen	89
3.4.1	Die Debitoren- und Kreditorenlaufzeit	90
3.4.2	Der Goodwillanteil	92
3.4.3	Die Aufwandsquoten	93
4	Die qualitative Analyse: Ein Unternehmen verstehen	97
4.1	Die Unternehmensanalyse	98
4.1.1	Ein Überblick	99
4.1.2	Die Erfolgsfaktoren	102
4.1.3	Die Wettbewerbsstrategie	112
4.1.4	Management und Unternehmenskultur	116
4.1.5	Ein Blick auf die Schwächen	119
4.2	Die Umfeldanalyse	119
4.2.1	Externe Einflussfaktoren	119
4.2.2	Der Wandel als Risikofaktor	123
4.2.3	Die Branchenstrukturanalyse: Porters Five Forces	124
4.2.4	Der Konkurrenzvergleich	129
4.3	Die Ergebnisauswertung mittels der SWOT-Analyse	130
4.4	Fazit zur qualitativen Analyse	135

5	Die Bewertung: Das Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren)	137
5.1	Eine kurze Einordnung	137
5.2	Der Grundgedanke	138
5.3	Stufe 1: Die Planungsperiode	139
5.4	Stufe 2: Der Terminal Value (TV)	141
5.5	Das Ergebnis der Bewertung	142
5.6	Es gibt verschiedene DCF-Verfahren	143
5.7	Die Prognose der Free Cashflows (FCF) der Planungsperiode	144
5.7.1	Die Umsatzprognose	145
5.7.2	Die Gewinnprognose	149
5.7.3	Die Prognose der Free Cashflows	153
5.8	Die Diskontierungsrate bestimmen	161
5.8.1	Der risikofreie Zinssatz	162
5.8.2	Der Risikoaufschlag	162
5.9	Die ewige Wachstumsrate g bestimmen	174
5.10	Nachteile des Verfahrens	177
5.11	Die Betrachtung verschiedener Szenarien	178
6	Multiplikatoren als Bewertungsindizien	181
6.1	Was können Multiplikatoren und was nicht?	181
6.2	Klassische Bewertungskennzahlen	183
6.2.1	Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)	183
6.2.2	Sinnvolle EV-Alternativen zum KGV	185
6.2.3	Multiplikatoren zum Cashflow	186
6.2.4	Multiplikatoren zum Umsatz	187
6.2.5	Das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV)	188
6.2.6	Zwischenfazit	189
6.3	Eine Erweiterung der klassischen Multiplikatoren	189
6.3.1	Die Graham-Formel	190
6.3.2	Eine alternative Wertformel	191
6.3.3	Anwendungsbereich und praktische Anwendung	202
6.4	Fazit zur Bewertung mittels Multiplikatoren	204

7	Wachstumsunternehmen	205
7.1	Die Einteilung	205
7.2	Fokus auf das Geschäftsmodell	205
7.3	Besonderheiten bei der quantitativen Analyse	206
7.3.1	Die Cash-Burn-Rate	206
7.4	Die Price-Earnings-to-Growth-Ratio (PEG-Ratio)	208
7.5	Exkurs: Das Wachstumspotenzial abschätzen	209
7.5.1	Die wichtigsten Begriffe	209
7.5.2	Die Herangehensweise	212
8	Ausschüttungspolitik und Kapitalmaßnahmen	215
8.1	Möglichkeiten der Gewinnausschüttung	215
8.2	Wie sollte eine gute Ausschüttungspolitik aussehen?	217
8.3	Kapitalerhöhungen und Börsengänge	218
8.4	Aktiensplits und Aktienzusammenlegungen	219
9	Risikomanagement	221
9.1	Diversifikation	221
9.2	Die Margin of Safety	223
9.3	Handlungsfähigkeit durch Liquidität	224
9.4	Kaufen in Tranchen	224
10	Die praktische Suche, Analyse und Verwaltung	225
10.1	Die Suche	225
10.1.1	Der Piotroski F-Score	226
10.1.2	Eine Liste guter, aber teurer Unternehmen	226
10.2	Die Analyse mit Excel	227
10.3	Die Haltedauer	227
10.4	Denkfehler: Wenn ich jetzt nicht kaufe, war die Analyse umsonst!	229
10.5	Denkfehler: Investitionsentscheidungen auf Basis zu simpler Rück- schlüsse	229
	Stichwortverzeichnis	233

Einleitung

Dieses Buch soll ein Appell an die Eigenverantwortung und eine Gegenstimme zur sogenannten »Investmentpornografie« sein.

Der hiermit betraute Anleger wird verstehen, dass reißerische Börsenbriefe der Unterhaltung dienen und mit den Emotionen der Leser spielen. Angst und Gier werden hier bedient. Finanziell sinnvolle Ratschläge findet man beim Studieren dieser Schriften jedoch selten. Stattdessen wird dort der nächste »heiße Geheimtipp« publik gemacht.

Wer rational anlegen möchte, sollte seine Zeit lieber in eigene Analysen investieren und Geschäftsberichte anstelle solcher Schriften studieren. Damit dies sinnvoll erfolgen kann, möchte ich in diesem Buch den rationalen und risikobewussten Anleger in Ihnen wecken.

Sie sollen lernen, den allgegenwärtigen Marktlärm auszublenden und sich stattdessen fundamental mit einem Unternehmen zu beschäftigen. Dabei sollen Sie sich nicht wie jemand fühlen, der sich überlegt, einen Wettschein im Wettbüro zu kaufen. Sie sollen sich als werdender Teilhaber eines Unternehmens verstehen. Der Aktienkauf ähnelt an dieser Stelle dem Kauf einer Immobilie. Nur dass Sie nicht die Bausubstanz und Lage begutachten, sondern Faktoren wie die Stabilität und Rentabilität analysieren. Schließlich wollen Sie Investor und kein Glücksspieler sein.

Aber nicht nur die rationale Analyse gehört zur Eigenverantwortung, sondern auch das Risiko ist Teil hiervon. Dieses bleibt selbst bei der besten Analyse bestehen und es gibt keinen Garanten, der einen vor Verlusten schützt. Man kann sein Risiko lediglich auf ein sinnvolles Maß minimieren. Da ohne Risiko jedoch keine Rendite möglich ist, sollte dieses stets mit Würde getragen werden. Und wenn man seine Investitionen kennt und das damit verbundene Risiko einschätzen kann, ist dies auch eine bewältigbare Aufgabe. Eine hochrentable Vollkasko-Anlagestrategie wurde leider noch nicht erfunden.

Wenn Sie jedoch rational und unternehmerisch denken, werden Sie auch ohne diese Strategie souverän an der Börse agieren können.

Arbeiten mit diesem Buch

Dieses Buch dient nicht der einfachen Vermittlung theoretischen Wissens. Es versteht sich viel mehr als Werkzeugkasten, der verwendet werden möchte. Denn nur so kann der gewünschte Lerneffekt erzielt werden.

Aus diesem Grund empfiehlt es sich, dieses Buch konzentriert und mit Stift und Papier zu lesen. Auf diese Weise können Notizen gemacht und Rechnungen nachvollzogen werden.

Auch ist es stets sinnvoll, die gelernten Verfahren und Kennzahlen an weiteren Unternehmen zu üben, um sicher im Umgang zu werden. Hierzu können auch die vorhandenen Beispiele in den jeweiligen Jahresabschlüssen nachgeschlagen und nachvollzogen werden.

Auf die zum Download verfügbaren Excel-Vorlagen sollte erst nach der Lektüre zurückgegriffen werden, um zunächst die Grundlagen zu erlernen. Das zum Lesen parallele, eigene Erstellen einer Excel-Vorlage bietet sich hingegen an.

Hinweis: Keine Anlageempfehlung

Dieses Buch dient ausschließlich der Wissensvermittlung und stellt keine Anlageempfehlung dar. Alle Aussagen geben lediglich die Meinungen und Ansichten des Autors wieder und sollen nicht als Empfehlung zum Kauf oder Verkauf einzelner Wertpapiere angesehen werden. Es wird keine Haftung für entstandene Vermögensschäden übernommen. Es wird nicht für die Richtigkeit der enthaltenen Informationen garantiert.

Kapitel 1

Die Grundlagen

1.1 Der Grundstein: Was sind Aktien?

Damit sich jeder in das Thema »Aktienanalyse und Unternehmensbewertung« gleichermaßen einarbeiten kann, muss zunächst der Grundstein gelegt werden. Hierfür ist die Erklärung der wichtigsten Begriffe von zentraler Bedeutung. Um uns dem Thema Aktienanalyse zu nähern, müssen wir zunächst verstehen, was Aktien überhaupt sind.

Aktien sind Wertpapiere, die Anteile börsennotierter Unternehmen darstellen. Mit dem Kauf einer Aktie werden Sie somit zum Miteigentümer einer Aktiengesellschaft. Hiermit gehen in der Regel gewisse Rechte einher. Beispielsweise ist man zur Teilnahme an der Hauptversammlung berechtigt und erhält ein Stimmrecht. Je nach Aktienart gibt es hier jedoch Ausnahmen:

Einige Unternehmen, wie zum Beispiel die Sixt SE, haben verschiedene Arten von Aktien ausgegeben. Bei Sixt kann man Stammaktien und Vorzugsaktien erwerben.

Während **Stammaktien** mit einem Stimmrecht einhergehen und damit zum Beispiel bei Unternehmensübernahmen gefragter sind, haben **Vorzugsaktien** kein Stimmrecht. Dafür ist die Dividende bei Vorzugsaktien höher. Auch im Aktienkurs gibt es oft Abweichungen zwischen Stamm- und Vorzugsaktien, obwohl der Anteil am Unternehmen gleich ist.

Einige Unternehmen unterscheiden auch in A- und B-Aktien.

Bei der **Dividende** handelt es sich um eine Form der Gewinnausschüttung an die Aktionäre. Bei der Auszahlung erhalten die Aktionäre einen festgelegten Betrag je Aktie gutgeschrieben. In der Regel sinkt infolge der Dividendenausschüttung der Aktienkurs um die Höhe der Dividende je Aktie, da dieser Betrag dann nicht mehr im Unternehmen vorhanden ist.

Der **Aktienkurs** ist der aktuelle Preis einer einzelnen Aktie an der Börse. Dieser wird durch Angebot und Nachfrage gebildet und unterliegt einer ständigen Schwankung. Diese Schwankung wird auch oft als **Volatilität** bezeichnet.

Der Aktienkurs allein sagt jedoch nicht aus, ob eine Aktie teuer oder günstig bewertet ist. Hierfür muss eine Bewertung des zugrunde liegenden Unternehmens erfolgen.

Die **Börse** ist ein Marktplatz, an dem Waren, Wertpapiere, Rohstoffe, Devisen oder Ähnliches reguliert gehandelt werden können. Beim Thema Aktien ist hierbei die Wertpapierbörse gemeint. Die weltweit größte Wertpapierbörse ist die New York Stock Exchange an der Wall Street. Wertpapierbörsen sind an Handelszeiten gebunden.

Um als Privatperson an der Börse Wertpapiere, wie Aktien, handeln zu können, benötigt man einen sogenannten **Broker**. Dies ist ein Börsenmakler, der gegen eine Gebühr Wertpapierorder durchführt, also im Auftrag kauft oder verkauft. Früher waren dies natürliche Personen. Heute erfolgt der Kauf digital und ohne persönlichen Kontakt mithilfe von Onlinebrokern. Diese ermöglichen einen sicheren und kostengünstigen Handel über das Internet.

Nach dem Kauf von Aktien verwahrt man diese in einem **Wertpapierdepot**. Früher wurden die Wertpapiere physisch ausgehändigt und sicher im Depot verwahrt. Heute erfolgt dies in der Regel digital beim jeweiligen Onlinebroker.

1.2 Wie hängt der Aktienkurs mit dem Unternehmen zusammen?

Bevor wir in die Analyse gehen, müssen wir verstehen, wie der Aktienkurs mit dem dahinterstehenden Unternehmen zusammenhängt.

Das hinter einer Aktie stehende Unternehmen wirtschaftet mit seinem zur Verfügung stehenden Kapital. Dieses besteht aus Eigenkapital und Fremdkapital. Das Eigenkapital wurde in der Regel zu einem großen Teil durch erwirtschaftete Gewinne, die Ausgabe von Aktien an die Aktionäre im Rahmen des Börsengangs oder andere Kapitalmaßnahmen eingesammelt.

Bei einem profitablen Unternehmen fallen durch die wirtschaftliche Tätigkeit Gewinne an und im Optimalfall liegt auch ein Gewinnwachstum vor.

Nun kann das Unternehmen die Gewinne an die Aktionäre ausschütten oder einbehalten. Durch das Einbehalten steigert es seinen eigenen Wert, da nun mehr Kapital im Unternehmen vorhanden ist. Dieses Kapital kann dann beispielsweise für Investitionen genutzt werden, um die Produktivität zu steigern. Auch die wachsenden Gewinne erhöhen den Unternehmenswert, da hierdurch zukünftig mit höheren Geldflüssen gerechnet werden kann.

Diese Wertsteigerung wird am Markt erkannt. Die Marktteilnehmer sind nun bereit, mehr für die Anteile des Unternehmens zu bezahlen, und der Aktienkurs steigt durch die wachsende Nachfrage. Somit passt sich der Preis dem inneren Wert des Unternehmens an. Die realwirtschaftliche Wertschöpfung eines Unternehmens hat damit einen maßgeblichen Einfluss auf den Verlauf des Aktienkurses.

Da die Aktienkurse aber auch die Zukunftserwartungen einpreisen, schwanken die Kurse zusätzlich in Abhängigkeit von der aktuell vorherrschenden Erwartungshaltung am Markt. Somit kann auch ein solide wirtschaftendes Unternehmen Kursverluste erleiden, wenn die Stimmung am Markt pessimistisch ist.

1.3 Warum sollte man selbst Unternehmen bewerten?

1.3.1 Bringt das Bewerten Vorteile?

Jetzt wissen Sie, was Aktien sind und wie man diese kaufen kann. Die Frage nun ist, welche Aktien man kaufen sollte. Wie in jeder Anlageklasse gibt es auch hier Einzelwerte, die sich besser oder schlechter entwickeln als andere. Da unser Ziel bei der Aktienausswahl eine möglichst hohe Rendite zu einem adäquaten Risiko ist, möchten wir besonders sichere und rentable Unternehmen in unser Portfolio aufnehmen, die auch noch günstig bewertet sind. Können wir diese jedoch wirklich mit unserer Analyse erkennen?

Die Markteffizienzhypothese geht davon aus, dass der Markt alle frei verfügbaren Informationen im Aktienkurs bereits eingepreist hat. Dies hätte zur Folge, dass jegliche Bewertungen überflüssig wären, da ein zufällig zusammengestelltes Portfolio die gleiche Chance auf eine Über- oder Unterrendite hätte wie ein sorgfältig zusammengestelltes Portfolio.

Burton Malkiel (Professor an der Princeton University) behauptete in seinem Buch »A Random Walk Down Wall Street« sogar, dass ein Affe mit Dartpfeilen, die er auf den Aktienteil einer Zeitung werfe, professionelle Fondsmanager renditetechnisch schlagen könne. Und wenn nicht einmal professionelle Anleger den Zufall (oder den Affen) schlagen können, wie ist dies dann für einen Privatanleger möglich?

Zunächst sollte man die Problematik bei aktiv gemanagten Fonds verstehen. Diese haben in der Regel höhere Kosten als ein zufällig zusammengestelltes Portfolio aus Einzelaktien oder ein ETF. Dies belastet die Rendite.

ETFs

ETFs (Exchange Traded Funds) sind Finanzprodukte, die die Wertentwicklung eines Indexes oder eines Markts abbilden sollen.

Zeitgleich müssen mathematisch bedingt 50% aller Anleger besser und 50% schlechter als der Markt abschneiden, da der Markt die Summe aller Akteure ist. Da bei den Fondsmanagern aber noch die bereits angemerkten Kosten hinzukommen, schaffen es diese häufig nicht, den Markt zu übertreffen.

Zudem haben Fonds Anlagekriterien, die zum Beispiel bestimmte Märkte oder Unternehmensgrößen ausschließen oder eine gewisse Diversifikation fordern. Solche Kriterien schließen teilweise interessante Anlageoptionen aus und eine hohe Diversifikation von Einzelwerten führt durch die geringe Gewichtung der einzelnen Unternehmen dazu, dass sich die Rendite der Marktrendite annähert.

Diese Probleme hat man als Privatanleger nicht. Man kann sich in allen Märkten bewegen und hat deutlich geringere Kosten. Das verschafft dem Privatanleger einen Vorteil gegenüber den professionellen Fondsmanagern und hebt ihn schon mal auf eine Stufe mit dem Affen, macht ihn aber aus Sicht der Markteffizienzhypothese noch nicht besser im Hinblick auf unsere Aktienauswahl.

Würde man der Markteffizienzhypothese glauben, könnte man den Gesamtmarkt nun mit einem kostengünstigen ETF abbilden und sich mit der langfristigen durchschnittlichen Gesamtmarktrendite von ca. 7% pro Jahr begnügen, da ein besseres Abschneiden Zufall wäre.

Hinweis

Diese 7% stellen hier nur das langfristige Mittel dar. In den einzelnen Jahren und Marktphasen kann es stets zu starken Abweichungen kommen.

Dies würde durch die breite Streuung die branchen- und unternehmensspezifischen Risikofaktoren eliminieren, sodass nur noch das Marktrisiko bestehen bleiben würde. Durch diesen ganzheitlichen Ansatz hätte man die Nase

gegenüber dem Großteil der Fondsmanager aufgrund der geringeren Kosten vorn.

Da wir aber auch den Markt schlagen möchten, schauen wir uns die Markteffizienzhypothese nun etwas genauer an.

Die Markteffizienzhypothese ist nämlich, wie der Name schon sagt, lediglich eine Hypothese, zu der es zahlreiche Gegenmeinungen gibt, die von ineffizienten bis irrationalen Märkten ausgehen. Hierzu zählen unter anderem erfolgreiche Investoren wie Warren Buffett und sein Mentor Benjamin Graham. Sie gehen davon aus, dass die Kursbewegungen am Aktienmarkt häufig von Angst und Gier getrieben werden, wodurch es zu Übertreibungen nach oben und unten kommt.

Beispiel: Buffetts Überrendite

Warren Buffett hat es über 50 Jahre hinweg geschafft, mit der gezielten Auswahl von Einzelaktien eine durchschnittliche Rendite von 20% pro Jahr zu erwirtschaften.

Besonders gut zeigen sich diese emotionsgetriebenen Kursbewegungen wiederkehrend durch Spekulationsblasen und Crashes an der Börse. Dabei können einzelne Unternehmen, Branchen oder fast der gesamte Markt betroffen sein.

Hierbei entsteht eine Diskrepanz zwischen dem Preis einer Aktie und dem dahinterstehenden Wert. Dies stellt eine Fehlbewertung dar, welche es einem Anleger ermöglicht, Aktien zu einem günstigen Preis zu erwerben und die eigene Rendite dadurch langfristig zu erhöhen.

Häufig sind solche Unterbewertungen dadurch bedingt, dass die Preise, also die Aktienkurse, im Krisenfall stärker fallen als der Wert der jeweiligen Aktien. Es erfolgt also eine zu starke Einpreisung der negativen Ereignisse.

Ein Beispiel für eine Übertreibung nach oben wäre die Dotcom-Blase Anfang der 2000er-Jahre. Dieser durch Gier und einen Herdentrieb angefeuerte Hype um Internetfirmen ließ viele Investoren in bereits stark überbewertete Aktien investieren.

Ein weiteres Beispiel wäre der Anstieg der GameStop-Aktie 2021. Die Aktie ist damals in kurzer Zeit von 20 US\$ auf rund 480 US\$ angestiegen. Grund hierfür waren die Massenkäufe von Privatanlegern, die sich zuvor über ein Reddit-Forum zum Kauf verabredet hatten. Das Ziel war es, Hedgefonds Ver-

luste zuzufügen, die zuvor auf einen fallenden Aktienkurs bei der GameStop-Aktie spekuliert hatten.

Ein Beispiel für eine durch Angst befeuerte Übertreibung nach unten wäre der Corona-Crash 2020. Hier waren sogar Unternehmen von Kursverlusten betroffen, die realwirtschaftliche Vorteile aus der Situation gezogen hatten, wie zum Beispiel Amazon.

Bei den oben genannten Beispielen handelt es sich um relativ ausgereifte Märkte und größere Unternehmen mit vielen Analysten und institutionellen Investoren. Dennoch gibt es auch hier noch ineffiziente Vorgänge im Markt und irrationale Kursbewegungen, was gegen die Markteffizienzhypothese spricht.

Schaut man in Schwellenländer oder auf kleine und unbeachtete Unternehmen mit einer geringen Kapitalisierung, wird man feststellen, dass Informationen dort deutlich später verarbeitet werden. Dort gibt es deutlich häufiger solche ineffizienten Vorgänge, was es einfacher macht, eine Unterbewertung ausfindig zu machen.

Und genau hier liegt der Mehrwert der eigenen Unternehmensbewertung. Man kann nach genau solchen Fehlbewertungen suchen und diese mittels der eigenen Aktienanalyse identifizieren, bevor der Markt die Fehlbewertung feststellt und behebt. Zeitgleich schützt die eigene Bewertung auch vor Blasen, da potenziell überbewertete Aktien hierdurch erkannt werden können.

Und auch wenn die Markteffizienzhypothese ein interessantes und berechtigtes Modell ist, sehen wir in der Praxis immer wieder irrationale Vorgänge am Aktienmarkt, woraus sich der Anwendungsbereich für unsere Bewertungen ergibt.

1.3.2 Warum nicht fremden Analysen vertrauen?

Nachdem wir die Vorteile der Aktienbewertung an sich erörtert haben, kann man sich nun fragen, warum man nicht einfach auf fremde Analysen aus dem Internet oder auf Börsenbriefe zurückgreifen sollte.

Dagegen sprechen gleich mehrere Gründe. Um den Rahmen nicht zu sprengen, beschränken wir uns hier auf die wichtigsten:

Hinter diesen Fremdanalysen steckt häufig eine finanzielle Motivation. In der Regel möchten die Ersteller Reichweite generieren und den Leser unterhalten. Der Leser soll nicht das Gefühl haben, den »nächsten großen Trend« zu verpassen. Dementsprechend werden riskantere und spannendere Aktien vorgestellt. Häufig werden dabei stets dieselben, »populären« Werte angepriesen

und Nebenwerte ignoriert, da diese langweilig sind und die populären Aktien eine höhere Nachfrage in der Zielgruppe aufweisen.

Diese Informationsblase führt dazu, dass es sich dabei um genau beobachtete Unternehmen handelt, was Unterbewertungen sehr unwahrscheinlich macht. Häufig wird stattdessen an einen bestehenden Hype (z.B. KI, Lithium, E-Mobilität etc.) angeknüpft und zyklische Investitionen werden empfohlen. Dies befeuert Spekulationsblasen und die Leser solcher Analysen sind tendenziell diejenigen, die am Ende des Aufschwungs einsteigen und den gesamten Abstieg miterleben dürfen, denn zu Beginn einer Kursrallye, wo solche Unternehmen tatsächlich noch ein echter Geheimtipp wären, werden sie selten im großen Stil besprochen.

Auch haben einige Börsenbriefe eine so große Reichweite, dass diese durch ihre Empfehlungen Einfluss auf den Kursverlauf kleiner Aktienunternehmen haben können. Hier besteht die Gefahr von Kursmanipulationen und der Vorteilsnahme durch die Empfehlungen.

Auch werden bei solchen Analysen häufig fragwürdige Kriterien herangezogen und die Analysetiefe ist nicht überprüfbar.

Somit bleibt in Anbetracht der bisherigen Ausführungen keine andere Handlungsalternative als das eigenständige Analysieren und Bewerten von Unternehmen, wenn man den Markt mit einer gezielten Auswahl von Einzelaktien schlagen möchte.

1.4 Kann man die Berechnung der Kennzahlen outsourcen?

Viele Kennzahlen zu Unternehmen lassen sich im Internet auf diversen Webseiten finden oder werden sogar vom eigenen Onlinebroker angezeigt. Könnte man sich damit nun das mühselige Berechnen der Kennzahlen ersparen und diese von Drittanbietern fertiggerechnet beziehen?

Leider ist dies aufgrund der Uneinheitlichkeit einiger Kennzahlen problematisch. Nehmen wir das KGV als bekannteste Kennzahl, die weiter unten noch mal genauer erörtert wird, als Beispiel.

Das KGV (**K**urs-**G**ewinn-**V**erhältnis = Marktkapitalisierung/Jahresüberschuss) ist zwar in der Berechnung eindeutig definiert, da es den Jahresüberschuss des Unternehmens mit der Bewertung an der Börse (Marktkapitalisierung) ins Verhältnis setzt, jedoch können die zur Berechnung genutzten Zahlen in den verschiedenen Quellen voneinander abweichen.

So gibt es Quellen, die die bereinigten Gewinne für die Berechnung des KGV heranziehen, während andere sich auf die bilanzierten Gewinne beschränken. Bei den bereinigten Gewinnen wurden einmalige Effekte auf den Gewinn herausgerechnet. Zudem macht es einen Unterschied, ob der Gewinn des letzten Jahresabschlusses herangezogen wurde oder der Gewinn der letzten zwölf Monate.

Zudem machen die fehlenden Rechenwege bei einigen Datenanbietern die Deutung der Kennzahlen nicht einfacher.

Dies sind nur einige Fehlerquellen, die die Nutzung fremder Kennzahlen problematisch machen. Die Problematik lässt sich auf weitere Kennzahlen übertragen und macht die eigene Berechnung unumgänglich, da die Abweichungen zum Teil enorm sein können. Auch lassen sich hieran gut die Spielräume einiger Kennzahlen erkennen, was ebenfalls die Nutzung von Drittquellen und Fremdanalysen problematisch macht.

Die sinnvollste Erleichterung bei der Kennzahlenberechnung ist an der Stelle ganz klar Microsoft Excel.

1.5 Welche Sicherheiten gibt mir meine Analyse und welche nicht?

Wenn wir eine Unternehmensbewertung durchführen, versprechen wir uns davon eine gewisse Sicherheit. Vielleicht kamen wir zu dem Ergebnis, dass es sich bei der betrachteten Aktie um ein stabiles und rentables Unternehmen handelt, welches aus unserer Sicht auch noch günstig bewertet ist. Doch plötzlich fällt der Aktienkurs. Wie kann das sein?

Zunächst müssen wir verstehen, dass eine Analyse nie absolute Sicherheit bietet. Aktien bleiben als Anlageklasse mit einem gewissen Risiko verbunden und auch der Totalverlust ist möglich, zumal man nie weiß, welche Ereignisse sich in der Zukunft auf das Unternehmen oder den Markt auswirken werden.

Einen Blick in die Zukunft gewährt uns leider auch die beste Analyse nicht. Das zeigen Fälle wie der Wirecard-Skandal eindrucksvoll.

Das macht unsere Analyse aber noch lange nicht überflüssig. Wir müssen diese eher als Bestandsaufnahme der Vergangenheit und Gegenwart betrachten, mittels derer wir abzuschätzen versuchen, wie das Unternehmen für die Zukunft gewappnet ist. Wir loten damit die Chancen und Risiken aus. Aber genau wie bei einer Wetterprognose können sich Parameter ändern und damit

das Gesamtergebnis beeinflussen. Oder wir können uns bei der Interpretation schlichtweg irren.

Damit schützt uns unsere Analyse nicht vor Kursschwankungen, diese bleiben bestehen. Sie kann das Risiko jedoch stark minimieren, da wir überbewertete und marode Unternehmen mit einer höheren Wahrscheinlichkeit bei unserer Aktienausswahl identifizieren und aussortieren können. Somit lassen sich viele vermeidbare Risiken im Vorfeld eliminieren.

Und auch wenn der Kurs mal fällt, muss die Analyse nicht zwangsläufig schlecht gewesen sein. Auch hier kann eine Irrationalität des Markts vorliegen, die eine Unterbewertung durch fallende Kurse weiter verstärkt, bevor es zu einer Erholung kommt. Das soll nicht heißen, dass wir und damit auch unsere Analysen unfehlbar sind, sondern, dass der Preis eines Unternehmens sich weiter von dem inneren Wert eines Unternehmens entfernen kann, bevor er sich langfristig anpasst. Somit ist es auch möglich, dass ein Unternehmen, das überbewertet ist, dennoch weitere Kursanstiege erlebt. Der Markt kann kurz gesagt auch über einen längeren Zeitraum einen anderen Unternehmenswert annehmen als unsere Bewertung. Hierzu gibt es auch ein schönes Zitat von John Maynard Keynes: »Markets can remain irrational longer than you can remain solvent.«

Da wir durch unsere sorgfältige Analyse jedoch die Unternehmen kennen, in die wir investiert sind, können wir Kursschwankungen besser aussitzen, sofern wir weiterhin von dem Unternehmen und unserer Investmenthypothese überzeugt sind. Auf diese Weise können Panikverkäufe vermieden werden, was einer der größten Vorteile eines analysierenden Investors ist. Man bleibt damit handlungsfähig, da man seine eigene Investmenthypothese nicht von den Marktgeschehnissen abhängig macht.

Eine Analyse schützt somit nicht vor kurzfristigen Kursschwankungen und gibt keine absolute Sicherheit, senkt langfristig betrachtet jedoch das Risiko massiv. Man ist in der Lage, sich eine fundierte Meinung zu einem Unternehmen und dessen Bewertung zu bilden, wodurch man entspannter und handlungssicherer auf Kursschwankungen reagieren kann. Auch kann man durch die Analyse das Renditepotenzial einzelner Aktien besser abschätzen.

Hierbei kann auch ein gutes Risikomanagement, wie weiter unten beschrieben, zusätzliche Sicherheit bieten.

Die Option, sich geirrt zu haben, sollte jedoch stets im Hinterkopf behalten werden.

Stichwortverzeichnis

Symbole

10-jährige Staatsanleihen	162
10-K	30

A

AAA-Rating	162
Absatzmarkt	210
Abschöpfungsstrategie	87
Abschreibungen	35, 155
Abzinsungsrate	138
Akquisitionen	53, 89
Aktien	11
Aktienkurs	11, 12
Aktienrückkäufe	216
Aktiensplit	219
Aktienzusammenlegungen	219
Aktionärsstruktur	215
Aktiva	38
Alleinstellungsmerkmale	113
alternatives Beta	166
Anhang	47
Anlagenabdeckung	73
Anlagenabdeckungsgrad	73
Anlagenintensität	72
Anlagevermögen	39
antizyklisch	121
APV-Verfahren	144
Arbeitsintensität	
<i>Siehe Umlaufintensität</i>	
Auflösung von Rückstellungen	53
Aufteilungsverhältnis	219
Auftragsreichweite	147
Auftragssituation	146
Ausschüttungen	70
Ausschüttungspolitik	215, 217

B

balance sheet	38
Barwert	139
Base Case	178
Basis-KGV	191
Beneish M Score	52
Bericht des Aufsichtsrates	50
Bestätigungsvermerk	29
Best Case	179
Betafaktor	163
Bilanz	38
Bilanzierungsvorschriften	30
Bilanzkennzahlen	69
Bilanzmanipulation	51
Bilanzsumme	38
Black Swan	178
Book-to-Bill Ratio	146
Börse	12
Börsengänge	218
Bottom-up-Ansatz	97
Branchenstrukturanalyse	124
Broker	12
Bruttoergebnis	35
Bruttomarge	226
Bruttomethoden	143
Buchwert	188
Burggräben	102

C

Capital Asset Pricing Modell	
(CAPM)	162
Capital Employed	66
Cash-Burn-Rate	206
Cashflow	58
<i>Siehe Kapitalflussrechnung</i>	

Cashflow	
aus Finanzierungstätigkeiten	45
aus Investitionstätigkeiten	45
Cashflow-Margen	58
cash flow statement	43
Cash Ratio	75
CEO	118
CFO (Chief Financial Officer)	118
Chartanalyse	21
Compound Annual Growth Rate (CAGR)	86
Consulting	135
Content Marketing	111
Corporate Governance	50
Cross Selling	101, 115

D

Datenbanken	27
Days Receivables Outstanding <i>Siehe Days Sales Outstanding</i>	
Debitorenlaufzeit	90
<i>Siehe Days Sales Outstanding</i>	
Desinvestitionen	153
Dezimalschreibweise	56
Differenzierung	113
Differenzierungsgrad	127
Differenzierungsstrategie	113
Direktvertrieb	110
Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren)	137
Diskontierungsfaktor r	161
Diskontierungsrate	140, 161
disruptiv	102
Diversifikation	221
Dividende	11, 215
Dividendenaristokraten	215
Dividendenkönige	216
dynamischer Verschuldungsgrad	82

E

EBITDA	58, 82
EBT-, EBIT-, oder EBITDA-Marge ...	58
Economies of Scope	104
Eigenkapital	40, 42, 70
Eigenkapitalkosten	71, 161, 188
Eigenkapitalquote	70
Eigenkapitalrendite	64, 65
Eigenkapitalveränderungs- rechnung	47
Einführungsphase	150
Einschätzbarkeit	170
Eintrittsbarriere	125
eiserner Bestand	74
Enron	51
Enterprise Value	183
Entity-Ansatz	144
Entlastungsfunktion	48
Entwicklungsphase	150
Erfolgsfaktoren	102, 169
Ergänzungsfunktion	48
Ergebnis	37
Ergebnis vor Steuern (EBT)	37
ERP <i>Siehe Enterprise Resource Planning</i>	
Ersatzinvestitionen	53, 154
Ersatzprodukte	128
Erweiterungsinvestitionen	154
ESP (Emotional Selling Proposition/ Point)	113
ETF	14
Eventualverbindlichkeiten <i>Siehe Rückstellungen</i>	
ewige Rente	141
ewige Wachstumsrate	141, 174
Excel	227
exklusive Technologien	108
externe Chancen	131
externe Einflussfaktoren	119, 170

F

Fälligkeitsstruktur	48, 75
Falsifikation	119
Fehlerkultur	112
Fifo	
<i>Siehe Verbrauchsfolgerfahren</i>	
Finanzanlagen	41
Finanzaufwendungen	37
Finanzergebnis	37
finanzielle Risiken	68
finanzielle Stabilität	168
Firmenwert	
<i>Siehe Goodwill</i>	
Fixkosten	103
Fixkostenanteil	168
Fixkostendegression	149
Flow-to-Equity	145
Flow-to-Equity-Methode	143
Fokussierungsstrategie	115
Forderungen aus Lieferung und Leistung	41
Forschungs- und Entwicklungs- kosten	36
Free Cashflow (FCF)	47, 82, 144, 153
Free-Cashflow-Marge	58
Fremdanalysen	18
Fremdkapital	40, 71
Fremdkapitalhebel	65
Fremdkapitalquote	68, 70
Fremdkapitalzinsen	64
Fristkongruenz	69
Fundamentalanalyse	21
G	
Gearing	80
geopolitische Einflüsse	120
Gesamtkapital	63
Gesamtkapitalrentabilität	64, 68
Gesamtkostenverfahren	34, 94

Gesamtleistung	35
Gesamtmarkt	163
Gesamtwirtschaftliche Einflüsse	120
Geschäftsbericht	50
Geschäftsmodell	99
Gewinnprognose	152
Gewinnqualität	52
Gewinnrücklagen	42
Gewinn- und Verlustrechnung	33
Goodwill	41
Graham-Formel	190
Größenvorteile	103
Growth Investing	25
GuV	
<i>Siehe Gewinn- und Verlustrechnung</i>	

H

Halbjahresbericht	50
Haltedauer	227
Handelsgesetzbuch (HGB)	31
Harvard Business School	130
Hierarchien	112
Home Bias	222
horizontale Bilanzkennzahlen	69
horizontale Bilanzstruktur	74
Howard Marks	229

I

IFRS	30
<i>Siehe International Financial Reporting Standards</i>	
immaterielle Vermögenswerte ...	41, 108
income statement	33
indirekter Netzwerkeffekt	107
innerer Wert	143
Innovationskraft	112
Inputfaktoren	103, 149
Insolvenz	71
Interpretationsfunktion	47

Investitionen 153
Investor-Relations-Webseite 26

J

Jahresabschlüsse 29
Jahresabschlussmanipulation 51
Jahresfehlbetrag 37
Joint Venture 61

K

Kapitalbedürfnis 125
Kapitalbindung 74
Kapitalerhöhungen 218
Kapitalflussrechnung 43
Kapitalintensität 125
Kapitalmanagement 63
Kapitalmaßnahmen 215
Kapitalrentabilität 63
Kapitalrücklagen 42
Kapitalstruktur 69, 70
Kapitalumschlag 62, 88
Kapitalzirkulation 63
KGV 17, 182
Klumpenrisiken 101
Kompetenzbereich 23
Konzernabschlüsse 29
Kosteneffizienz 104
Kostenführerschaft 114
Kostensenkungen 149
Kostenstruktur 168
Kostenvorteil 103
Kovarianz 164
Kreditorenlaufzeit 90
Siehe Days Payables Outstanding
Kunden 126
Kundenbindung 125
Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) ... 188
Kurs-Cashflow-Verhältnis (KCV) ... 186

Kursdiagramm 21
Kurs-Free-Cashflow-Verhältnis 187
Kurs-Gewinn-Verhältnis
(KGV) 17, 183
Kurs-Umsatz-Verhältnis (KUV) 187
Kurzfristige Finanzverbindlich-
keiten 42
kurzfristiges Fremdkapital 39

L

Lagebericht 50
Lagerdauer
Siehe Days Inventories Outstanding
Langfristige Finanzverbindlich-
keiten 42
langfristiges Fremdkapital 39
Leverage-Effekt 65
Lieferanten 127
Lieferantenkonzentration 127
Lieferantenkredit 71
Lifo
Siehe Verbrauchsfolgeverfahren
Limit-Orders 224
Liquidationsverfahren 137
liquide Mittel 42, 66, 78
Liquidität 43, 74, 224
Liquiditätsgrade 75
Liquiditätskrise 74
Liquiditätsmanagement 224

M

Management 116
Manipulationsmöglichkeiten 52
Margen 57
Margin of Safety 223
Marken 108
Marketing 109
Marktanteil 210

Märkte	100	operative Risiken	165
Markteffizienzhypothese	13, 15	operativer Cashflow (OCF)	44
Markteintrittsbarrieren	125	operatives Working Capital	156
Marktführerschaft	107	Organisationsstrukturen	112
Marktkapitalisierung	143, 183	P	
Marktnische	115	Passiva	38
Marktportfolio	163	Patente	108
Marktposition	168, 170	Peergroup-Vergleich	182
Marktpotenzial	210	Penetrationsstrategie	87
Marktrisikoprämie	163	Pennystock	219
Marktsättigung	211	Personalkosten	35
Marktvolumen	210	Personalkostenquote	168
Materialkosten	35	PESTEL-Analyse	120
Matrix	132	Peter Lynch	20
Mehrwertsteuer		Piotroski F-Score	226
<i>Siehe Umsatzsteuer</i>		Planungsperiode	139
Michael Porter	112	Porters Five Forces	124
Minderheitenanteile	43	Portfolio-Rebalancing	228
Mindestrenditeforderung	161	Preisführerschaft	114
Monopol	108, 170	Preissetzungsmacht	127
Multiplikatoren	181	Present Value	139
N		Price-Earnings-to-Growth-Ratio (PEG-Ratio)	208
Nachhaltigkeitsberichte	50	Produkte	100
Net Debt/EBITDA	81	Produktlebenszyklus	150
Net Present Value		Q	
<i>Siehe Kapitalwertmethode</i>		Qualitätsführerschaft	114
Nettofinanzverschuldung	69, 78	R	
Netto Free Cashflows	145	realistische Rendite	20
Nettogewinnmarge	57	Rechnungslegungsstandard	31
Nettomethode	143	Rechnungslegungsvorschriften	53
Nettoverschuldung	78	Regulatorische Einflüsse	122
Netzwerkeffekte	106	Reifephase	151
Nischenstrategie	115	Reinvermögen	
normalisierter Gewinn	202	<i>Siehe Eigenkapital</i>	
O		Renditeansprüche	71
Oaktree Capital Management	229	Renditeerwartung	21, 161
Oligopol	108, 170		
Onlinebroker	12		

Renditeforderung	192
Rentabilität	168
Residualvermögen	
<i>Siehe Eigenkapital</i>	
Restwert	141
Return on Asset	64
Return on Investment	
<i>Siehe Gesamtkapitalrendite</i>	
Risikoaufschlag	162, 163
Risikobericht	119
Risikofaktoren	166
risikofreier Zinssatz	162
Risikomanagement	221
Risikoprämie	162
Rivalität	124
ROCE	66, 168
<i>Siehe Return on Capital Employed</i>	
Rückstellungen	45, 53, 156
Rückwärtsintegration	127

S

Sachanlagen	41, 154
Sättigungsphase	151
Second Level Thinking	229, 230
Segmentberichterstattung	49, 100
selektive Kostenführerschaft	116
selektive Qualitätsführerschaft	116
Shiller KGV	185
Sicherheitsmarge	223
Sicherheitspunkte	166
Skaleneffekte	103, 125
Skalierbarkeit	104
Sondereffekte	52
sonstige betriebliche Aufwendungen	
und Erträge	36
Soziale Einflüsse	121
Sparten	100
Stammaktien	11
Statistikanbieter	27
Steuerfreibeträge	228

Strategie der Absicherung	131
Strategie des Aufholens	131
Strategie des Ausbauens	131
Strategie des Vermeidens	131
strategische Planung	130, 135
Student Marketeer	111
Substanzwertaktien	25
Substitute	128
Substitutionsprodukte	127
Subventionen	122
Sunk Cost Fall	229
Sunk Cost Fallacy	229
Survivorship Bias	20
SWOT-Analyse	130
systemisches Risiko	163, 221

T

technische Analyse	21
Terminal	
<i>Siehe Kommandozeile</i>	
Terminal Value (TV)	141
Testat	
<i>Siehe Bestätigungsvermerk</i>	
Tilgungszahlungen	157
Tranchen	224

U

Umlaufintensität	72
Umlaufvermögen	39
Umsatz	33
Umsatzkostenverfahren	34, 94
Umsatzprognose	145
Umsatzrendite	57
Umschlagshäufigkeit	156
Umweltbedingte Einflüsse	122
Unique Selling Proposition	113
unsystemisches Risiko	221
Unternehmensanalyse	98
Unternehmenskooperation	61
Unternehmenskultur	112, 116
Unternehmensliquidation	189

Upselling	101	Wachstumsqualität	86
US-GAAP	30	Wachstumsrate des Eigenkapitals	65
<i>Siehe US Generally Accepted</i>		Wachstumsunternehmen	205
<i>Accounting Principles</i>		Wachstumsziele	206
USP	113	Wechselaufwand	105
V		Wechselkosten	105, 127
Value-Aktien	25	Wechselkursschwankungen	89
Value Investing	25	Weighted Average Cost of Capital	
Varianz	164	(WACC)	144
Veräußerungsgewinne	52	Wertformel	191
Veräußerungsverluste	52	Wertminderungen	35
Verbindlichkeiten aus Lieferung und		Wertpapierdepot	12
Leistung	42	Wertpapiere	42
Verbindlichkeitenmanagement		Wertschöpfungskette	100
<i>Siehe Lieferantenmanagement</i>		Wertschöpfungskraft	65
Verbundeffekte	104	Wettbewerbsintensität	125
Vergleichsindex	163	Wettbewerbsstrategie	112, 169
Verhandlungsstärke	126, 127	Wettbewerbsvorteil	102, 103
Verkaufskultur	110	Wirtschaftsprüfer	29
Verkaufsstrategie	101	WorldCom	51
Vermögensstruktur	69	Worst Case	178
Verschuldungsgrad	80	Y	
<i>Siehe Gearing</i>		Yahoo Finance	27
vertikale Integration	101	Z	
vertikale Bilanzkennzahlen	69	Zahlungsengepässe	74
Vertrieb	109	Zahlungsmittel und Zahlungsmittel-	
Volatilität	11, 163	äquivalente	42
Vorauswahl	225	Zahlungsschwierigkeiten	73
Vorräte	41	Zielgruppen	100
Vorzugsaktien	11	Zinsdeckungsgrad	83
W		Zinseszinsseffekt	21
Wachstum	85, 195	Zinslast	69
Wachstum in lokalen Währungen	89	Zinssatz	48
Wachstumsaktien	25	Zugänglichkeit des Markts	108
Wachstumsaufschlag	201	Zusammenlegungsverhältnis	219
Wachstumsinvestitionen	154	Zuschreibungen	45, 155
Wachstumsphase	151	Zwischenberichte	50
Wachstumspotenzial	209	Zyklisch	120