

Michael Janzen

AKTIENANALYSE und UNTERNEHMENS- BEWERTUNG

SCHNELLEINSTIEG

Praktische Methoden und Strategien für Privatanleger

Zum
Download:
Excel-Vorlage zur
Kennzahlen-
berechnung



Hinweis des Verlages zum Urheberrecht und Digitalen Rechtemanagement (DRM)

Liebe Leserinnen und Leser,

dieses E-Book, einschließlich aller seiner Teile, ist urheberrechtlich geschützt. Mit dem Kauf räumen wir Ihnen das Recht ein, die Inhalte im Rahmen des geltenden Urheberrechts zu nutzen. Jede Verwertung außerhalb dieser Grenzen ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Das gilt besonders für Vervielfältigungen, Übersetzungen sowie Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Je nachdem wo Sie Ihr E-Book gekauft haben, kann dieser Shop das E-Book vor Missbrauch durch ein digitales Rechtemanagement schützen. Häufig erfolgt dies in Form eines nicht sichtbaren digitalen Wasserzeichens, das dann individuell pro Nutzer signiert ist. Angaben zu diesem DRM finden Sie auf den Seiten der jeweiligen Anbieter.

Beim Kauf des E-Books in unserem Verlagsshop ist Ihr E-Book DRM-frei.

Viele Grüße und viel Spaß beim Lesen,

Ihr mitp-Verlagsteam



Michael Janzen

Aktienanalyse und Unternehmensbewertung

Schnelleinstieg

Praktische Methoden und Strategien für Privatanleger



Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen
Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über
<http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

ISBN 978-3-7475-0824-4
1. Auflage 2024

www.mitp.de
E-Mail: mitp-verlag@lila-logistik.de
Telefon: +49 7953 / 7189 - 079
Telefax: +49 7953 / 7189 - 082

© 2024 mitp Verlags GmbH & Co. KG, Frechen

Dieses Werk, einschließlich aller seiner Teile, ist urheberrechtlich geschützt. Jede
Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne
Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für
Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und
Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in
diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme,
dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei
zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Lektorat: Katja Völpel
Korrektorat: Jürgen Benvenuti
Covergestaltung: Christian Kalkert
Bildnachweis: peterschreiber.media/stock.adobe.com
Satz: Petra Kleinwegen

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

Inhalt

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 Kreditorenlauftzeit	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 Risikoauflschlag	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

Inhalt

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 hoch-rentable 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 Dividendausschüttung 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 Wertpapierbörsen gemeint. Die weltweit größte Wertpapierbörsen 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 Aktienauswahl 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 angemerkteten 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 langfristig 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 solch ineffiziente 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 Abschwung 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 Vorzeitsnahme 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 fertigberechnet 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 (Kurs-Gewinn-Verhältnis = 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 Kennzahnberechnung 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 übererteuerte und marode Unternehmen mit einer höheren Wahrscheinlichkeit bei unserer Aktienauswahl 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.

1.6 Die realistische Rendite

Bevor Sie mit falschen Vorstellungen an das Thema Aktienanalyse herangehen, muss erst einmal geklärt werden, was eine realistische Rendite ist.

»Mindestens 865% mit unseren drei Top-Aktien«. Solche und ähnliche Gewinnversprechungen (häufig mit »schießen« Zahlen, um mathematisch belegbar zu wirken) liest man häufig in Werbeanzeigen oder in Börsenzeitschriften. Diese Versprechungen sind unseriös und sollten ignoriert werden. Zwar gibt es Aktien, die in kurzer Zeit solche Renditen erzielen, jedoch wären das eher Glücksgriffe. Schließlich gibt es auch in regelmäßigen Abständen Lottogewinner. Durch den sogenannten Survivorship Bias kommt es uns lediglich so vor, als wäre dies die Regel, da wir nur von den Erfolgsgeschichten hören und die Fehlschläge in der öffentlichen Wahrnehmung keine Beachtung finden. Zudem werden Sie diese »Superaktien« mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht in solchen Anzeigen finden.

Aktien, die wirklich ähnlich hohe Renditen erwirtschaften, gibt es aber tatsächlich zur Genüge. Jedoch tun sie dies in der Regel über viele Jahre oder Jahrzehnte. Mit dem schnellen Geld hat dies wenig zu tun.

Wenn eine Aktie mit einem Aktienkurs von 10 € beispielsweise über 20 Jahre um 10% pro Jahr steigt, liegt der Aktienkurs unter Berücksichtigung des Zinseszinses am Ende bei über 67 €. Das entspricht einer Gesamtrendite von ca. 670%. Kurzfristig von solchen Renditen auszugehen, hat wenig Chancen auf Erfolg und wäre, wie bereits erwähnt, ein Glücksfall. Vor allem in einem diversifizierten Portfolio wird man dies nicht als kurzfristige Gesamtrendite erreichen können.

Um sich ein Bild von realistischen Renditen zu verschaffen, gibt es hier einige Vergleichswerte:

- Langfristig erwartete, durchschnittliche Gesamtmarktrendite: ca. 7%
- Warren Buffetts langfristige Rendite: ca. 20%
- Peter Lynchs Rendite während seiner 13 Jahre beim Fidelity Magellan Fund: ca. 29%

Hierbei ist anzumerken, dass Peter Lynch und Warren Buffett zu den erfolgreichsten Investoren aller Zeiten zählen und diese Werte den langfristigen Durchschnitt darstellen. Und dennoch sind beide weit von den dreistelligen Jahresrenditen mancher Werbeanzeigen entfernt.

Sie sollten sich deshalb eher an der Gesamtmarktrendite orientieren. Selbst wenn Sie diese langfristig um ein oder zwei Prozentpunkte schlagen könnten,

wäre dies ein Erfolg, der einen enormen Unterschied machen kann. Vielleicht schaffen Sie ja sogar mehr.

Beispiel: Renditeerwartung

Vergleichen wir zwei Aktienportfolios von 100.000 €, die über 20 Jahre hinweg einen Renditeunterschied von 2% hatten:

Portfolio A hat eine Rendite von 7% p.a. mit breit gestreuten ETFs erzielt.

Portfolio B hat eine Rendite von 9% p.a. mit Einzelaktien erwirtschaftet.

Durch den Zinseszinseffekt hat Portfolio A am Ende der Laufzeit einen Gesamtwert von ca. 387.000 €.

Portfolio B kommt mit nur 2% mehr Rendite auf ca. 560.000 €.

Diese 2% haben am Ende einen Unterschied von 173.000 € ausgemacht.

Die Formel dazu lautet:

$$\text{Endbetrag} = \text{Startkapital} * (1 + \text{Renditeerwartung})^{\text{Jahresanzahl}}$$

Hierbei sollte beachtet werden, dass die Renditeerwartung als Dezimalzahl anzugeben ist, also 0,07 für 7%.

Dies zeigt, dass schon minimale Renditeunterschiede langfristig einen enormen Einfluss haben.

Nun ist noch anzumerken, dass wir hier von langfristigen Durchschnitten sprechen. Der Aktienmarkt ist aber volatil. Das bedeutet, dass es normal ist, dass Sie in einem Jahr bei guter Konjunktur auch mal 30% Rendite erwirtschaften können und in einem anderen Jahr möglicherweise 15% verlieren.

1.7 Chartanalyse oder Fundamentalanalyse?

Viele denken beim Thema Aktienanalyse an die Auswertung von Diagrammen und an das Einzeichnen von Geraden und Formationen in den Graphen eines Aktienkurses. Dieses Vorgehen wird als technische Analyse oder Chartanalyse bezeichnet. Dabei wird versucht, aus dem historischen Verlauf des Kursdiagramms auf den zukünftigen Kursverlauf zu schließen.

Die dahinterstehende Annahme ist, dass Aktienkurse sich in Trends bewegen und sich somit die zukünftigen Kursbewegungen anhand der historischen Bewegungen prognostizieren lassen. Hierfür werden in der Regel markante

Formationen und Auffälligkeiten im grafischen Verlauf eines Aktienkurses gesucht und mithilfe diverser Instrumente gedeutet.

Oft werden Chartanalysen für das Trading, also das kurzfristig orientierte Handeln mit Wertpapieren, genutzt. Hierbei wird die tiefergehende Analyse des dahinterstehenden Werts meist vernachlässigt und man zielt eher auf das Nutzen der kurzfristigen Schwankungen ab. Einige Anleger nutzen diese Methode jedoch auch mit dem Ziel, bessere Einstiegskurse in langfristig ausgelegte Positionen zu erzielen.

Dabei ist die Chartanalyse ein umstrittener Analyseansatz und ihr Nutzen ist nicht wissenschaftlich erwiesen. Durch ihre verbreitete Verwendung wird auch teilweise das Phänomen der selbsterfüllenden Prophezeiung angenommen. Wenn genug Anleger sich nämlich an bestimmten Kursformationen orientieren und entsprechend handeln, wirkt sich dies auf den Kursverlauf aus. Somit wird die eigentliche Ursache für den Kursverlauf durch das kollektive Handeln infolge eines Kurssignals gesetzt und nicht durch das Kurssignal selbst.

Aufgrund der nicht erwiesenen Tragfähigkeit der technischen Analyse, den höheren Kosten durch das vermehrte Handeln und der Untauglichkeit für langfristig orientierte Anleger werden wir uns im weiteren Verlauf mit dem Gegenmodell, der Fundamentalanalyse, beschäftigen.

Die Fundamentalanalyse vernachlässigt im Gegensatz zur technischen Analyse den historischen Kursverlauf einer Aktie und beschäftigt sich stattdessen mit dem Unternehmen an sich. Hier werden vor allem unternehmensinterne, aber auch unternehmensexterne Daten analysiert. Dies ermöglicht langfristige Anlageentscheidungen. Die für die Chartanalyse relevanten, kurzfristigen Bewegungen im Aktienkurs sind hierbei nachrangig.

1.8 Qualität und Preis: Wie ist eine Fundamentalanalyse aufgebaut

Wie der Name »Fundamentalanalyse« schon sagt, möchten wir uns mit dem Fundament einer Aktie, also dem dahinterstehenden Unternehmen, beschäftigen. Dazu unterteilen wir unsere Analyse in drei Bereiche:

- Die quantitative Analyse
- Die qualitative Analyse
- Die Bewertung

Im Rahmen der quantitativen Analyse werden wir uns vornehmlich mit der Zahlenlage des Unternehmens beschäftigen. Hier werden diverse Kennzahlen berechnet und gedeutet. Im Wesentlichen konzentrieren wir uns dabei auf die Rentabilität des Unternehmens und seine finanziellen Risiken.

Zudem werden einige weitere Kennzahlen vorgestellt, die über diese beiden Hauptbereiche hinausgehen.

Die qualitative Analyse betrachtet die Geschäftstätigkeit losgelöst von den Geschäftszahlen. Hierbei wird das Unternehmen an sich und sein wirtschaftliches Umfeld betrachtet. Dabei werden Faktoren wie das Geschäftsmodell, das Management, die Marktposition, externe Risiken und vieles mehr ins Auge gefasst.

Die Ergebnisse der qualitativen Analyse stellen meist die Voraussetzung für eine gute Zahlenlage dar.

Nach diesen Analyseschritten wissen wir, ob es sich um ein solides Unternehmen handelt oder nicht. Wir wissen jedoch nicht, ob das Unternehmen teuer oder günstig bewertet ist.

Hier kommt die Bewertung ins Spiel. Dabei kann unter Berücksichtigung der in den ersten Schritten erlangten Erkenntnisse der faire Wert des Unternehmens ermittelt und mit dem Preis an der Börse verglichen werden.

Dieses Prozedere ist mit dem Kauf eines Autos vergleichbar. Zu Beginn betrachtet man Angaben wie die Leistung, das Alter und den Kilometerstand (quantitative Analyse). Danach betrachtet man den Zustand, also das Fahrverhalten, die Bremswirkung, den Motorzustand etc. Und zum Schluss schaut man, ob der Wagen seinen Preis wert ist (Bewertung).

Auf diese Weise erhält man ein ganzheitliches Bild von dem analysierten Unternehmen.

1.9 Welche Unternehmen liegen in meinem Kompetenzbereich?

Theoretisch kann jedes Unternehmen analysiert werden. Jedoch gibt es einige Unternehmen, die den eigenen Kompetenzbereich überschreiten können oder Unternehmen, für welche die vorgestellten Kennzahlen in Teilen untauglich sind.

Um beurteilen zu können, ob ein Unternehmen im eigenen Kompetenzbereich liegt, muss zunächst verstanden werden, womit dieses sein Geld ver-

dient. Wenn Sie das Geschäftsmodell eines Unternehmens nicht verstehen, ist die Analyse hinfällig, da dann keine validen Ergebnisse herauskommen werden. Das Verständnis des Geschäftsmodells ist nämlich eine zentrale Voraussetzung für die Ausstellung von Prognosen. Die Regel »invest in what you know« stammt hierbei von keinem Geringeren als Waren Buffett.

Bei einem Unternehmen wie beispielsweise der Vonovia SE (Wohnungsbau und Vermietung) sind das Geschäftsmodell und die Produkte relativ gut nachvollziehbar. Das Unternehmen generiert vordergründig Umsätze durch Vermietung.

Wenn wir jedoch auf Hochtechnologieunternehmen schauen, ist für das Verständnis schon eine gewisse technologische Affinität erforderlich.

Aber auch im Bereich der Pharmazie können die Risiken von Investitionen teilweise schwer abschätzbar sein, insbesondere bei kleineren Originalherstellern. Diese Unternehmen entwickeln Medikamente und vertreiben diese für einen definierten Zeitraum patentgeschützt. In diesem Zeitraum müssen sich die Forschungs- und Entwicklungskosten amortisieren, da nach dem Verfall des Patentschutzes Generikahersteller die Wirkstoffe kopieren können. Die Risiken einer scheiternden Zulassung sind für Laien dabei jedoch nur schwer abschätzbar. Zeitgleich kann jedoch ein großer Teil des Unternehmenserfolgs von diesen Zulassungen und dem erfolgreichen Folgevertrieb abhängen.

Somit sollten wir uns zu Beginn einer Aktienanalyse stets fragen, ob wir das Geschäftsmodell des Unternehmens vollständig verstehen und auch dessen Risiken und Entwicklung realistisch abschätzen können. Dabei ist nicht jede technologische Feinheit gemeint, sondern eher das Prinzip an sich und die damit einhergehenden Besonderheiten.

Unternehmen können aber nicht nur aufgrund des komplizierten Geschäftsmodells unseren Kompetenzbereich überschreiten. Unter bestimmten Umständen kann auch die Kennzahlenanalyse zum Problem werden. Dies betrifft insbesondere Banken und Versicherungen.

Diese massiv regulierten Sektoren weisen häufig enorme Bilanzsummen auf und die finanzielle Stabilität und Rentabilität hängen oft geschäftsmodellbedingt von vielen makroökonomischen Faktoren ab, die schwer abschätzbar sind. Dies zeigte zuletzt die Krise der Silicon Valley Bank, die für ein Nachbeben im gesamten Sektor sorgte.

Viele unserer Bilanzkennzahlen sind für solche Unternehmen eher unbrauchbar.