

# “**Schoellerbank** **AktienRating**”





# “ Inhalt ”

- 02 Die Selektion der Besten**
- 04 Überlegungen zum „fairen Preis“ einer Aktie**
- 06 Qualitätskriterien der Schoellerbank**
- 07 Langfristig verteidigbare Wettbewerbsvorteile
- 08 Solide Bilanz
- 09 Geringe Abhängigkeit von Wirtschaftszyklen
- 10 Bewährtes Management
- 10 Langfristige Wachstumsaussichten
- 11 Nachhaltige Ertragskraft pro Aktie

# “ Die Selektion der Besten ”



Akteure an den Börsen neigen oftmals zu Übertreibungen. In Phasen allgemeiner Euphorie gegenüber Unternehmen, Branchen oder auch dem Gesamtmarkt ist kein Preis zu hoch. In pessimistischen Phasen hingegen scheinen die Kurse beinahe ins Bodenlose abstürzen zu können. Solche Marktüberreibungen kommen an den Finanzmärkten immer wieder vor. Ein Anleger, der eine langfristig angelegte, durchdachte Anlagestrategie verfolgt, kann diese Phasen der Über- oder Untertreibung zu seinem persönlichen Vorteil nutzen, indem er Überteuertes meidet und Preisgünstiges erwirbt. Dabei wird es nicht gelingen, absolute Wendepunkte des Marktes korrekt zu „timen“. Es ist jedoch möglich, sich langfristig zu vernünftigen Preisen zu positionieren. Man vermeidet so den Kardinalfehler vieler Anleger, der Herde bzw. überteuerten Werten hinterherzulaufen und dabei viel zu spät zu kaufen oder bei allgemeinem Pessimismus erstklassige Aktien zu Schleuderpreisen auf den Markt zu werfen.

Ein langfristiges Investment, begleitet von klar definierten Grundsätzen, wird die Erfolgchancen erhöhen. Natürlich können auch mit kurzfristigen Anlageentscheidungen – wir bezeichnen diese als „Spekulationen“ – Gewinne erzielt werden. Diese sind allerdings überdurchschnittlich stark von Zufällen abhängig. Kurzfristig reagieren die Aktienmärkte auf eine Vielzahl von Einflüssen, die zum Großteil nicht von den Unternehmen selbst abhängen und auch nicht seriös vorherzusagen sind. Auf lange Sicht sind Anlageerfolge jedoch eng an die jeweilige Unternehmensentwicklung gebunden.

Wir definieren Risiko nicht als kurzfristige Schwankungen des Aktienkurses. Risiko ist vielmehr die Gefahr eines permanenten Kapitalverlustes. Und diese Gefahr kann nur durch eine klar definierte, langfristige Anlagestrategie begrenzt werden.

## **Entscheidend sind die Qualität des Investments und der Preis, der dafür bezahlt wird**

Dabei werden sowohl unterschiedliche Aspekte des Unternehmens (z. B. Geschäftsmodell, Management und Bilanzen) eingehend analysiert als auch die langfristigen Aussichten der Branche. Ebenso muss überprüft werden, ob der für eine Aktie bezahlte Preis dem Marktumfeld angemessen ist.

## **Welchen Preis rechtfertigt eine Aktiengesellschaft?**

Es sollen nur jene Unternehmen erworben werden, deren Aktienkurse zumindest einen fairen Wert für das gesamte Unternehmen zum Ausdruck bringen. Noch besser ist der Kauf unter dem fairen Wert, da sich dadurch eine Sicherheitsmarge ergibt. Der Urvater des Value Investing – Benjamin Graham – schuf den Begriff der „Sicherheitsmarge“ („Margin of Safety“). Diese ist aus seiner Sicht notwendig, da die Annahme des fairen Wertes des Unternehmens immer nur eine Annäherung innerhalb einer Bandbreite darstellt. Durch diese Sicherheitsmarge wird ein Polster gegen Analysefehler eingebaut.

Gutes ist nur selten günstig, ein vernünftiger Preis ist aber trotzdem unabdingbar. Ziel des Investors ist die Wertsteigerung seines Kapitals. Wenn Gutes überteuert erworben wird, ist nicht nur ein weiterer Kursanstieg fraglich, sondern es erhöht sich auch das Risiko eines Kursrückschlages. Die Erfahrung lehrt, dass solche Rückschläge dann oft nicht beim fairen Wert haltmachen, sondern weit aus tiefer gehen können. Dies wird dann eintreten, wenn sich die Marktteilnehmer über den realen Wert des Unternehmens verstärkt Gedanken machen. Korrekturen sind dann unvermeidbar.

Wir geben Ihnen in dieser Broschüre einen Überblick unserer Grundsätze zu diesen Themen und unserer Vorgehensweise bei der Analyse. Wir beginnen mit der Frage nach dem fairen Preis und wenden uns in weiterer Folge den Qualitätskriterien zu.

**„Wir definieren Risiko nicht als kurzfristige Schwankungen des Aktienkurses. Risiko ist vielmehr die Gefahr eines permanenten Kapitalverlustes.“**

# “Überlegungen zum „fairen Preis“ einer Aktie”

## **Alles dreht sich um die zukünftige Ertragskraft**

Freier Cashflow, Kapitalrenditen, Verschuldungsgrad, Gewinn pro Aktie und Preis zu Buchwert sind Beispiele für wesentliche Kriterien, die Entscheidungen für ein Investment in Aktien beeinflussen – je nach persönlicher Anlagestrategie. Oft werden jedoch nur aufgrund weniger bestimmter Kennzahlen, Charts, persönlicher Vorlieben oder noch öfter wegen offenkundiger Marktstimmungen, die medial kolportiert werden, Anlageentscheidungen getroffen. Langfristige Anlageentscheidungen dürfen jedoch nie auf einzelnen Kriterien allein beruhen. Die Gefahr ist zu groß, dass ein bestimmter Parameter, der heute für ein Investment spricht, sich schon morgen als unzureichend herausstellt. Häufig wird der Fehler begangen, auf Basis aktueller Stimmungen oder Tipps Investmententscheidungen zu treffen. Hingegen müssen erfolgreiche Anlageentscheidungen auf Kriterien basieren, die langfristig abschätzbar sind.

## **Realistische Gewinnerwartungen stehen im Vordergrund**

Grundsätzlich dreht sich alles um den Gewinn des Unternehmens, genauer genommen um die zukünftigen Gewinne, die abgezinst den aktuellen Wert des Unternehmens widerspiegeln. Gewinne der Zukunft einzuschätzen ist der zentrale Kern der Aktienanalyse. Wir verwenden in dieser Publikation den Begriff „Gewinn“ – in der Praxis wird jedoch oftmals der operative Gewinn oder der freie Cashflow eine größere Rolle als der Nettogewinn spielen.

Einflussfaktoren auf den Gewinn sind mannigfaltig und komplex. Das aktuelle Zahlenwerk, die Bilanz, die Gewinn-Verlust-Rechnung sowie die Cashflow-Rechnung bieten bereits eine Reihe von Basisdaten. Vergangene Basisdaten und Kennzahlen geben Aufschluss über die historische Dynamik und die Konstanz der Gewinnentwicklung. Normalisierte Gewinnerwartungen über den Wirtschaftszyklus sind ebenfalls ein wichtiger Faktor.

## **Auf Basis historischer und aktueller Daten und Fakten spielt der Ausblick die entscheidende Rolle:**

- Das Unternehmen muss unter realistischen Vorgaben die Gewinne kontinuierlich und langfristig steigern können. Ist das der Fall, ist ein Investment Erfolg versprechend.
- Das Unternehmen muss die Umsätze noch steigern können – der Markt darf nicht gesättigt sein bzw. das Umfeld nicht so kompetitiv, dass eine Steigerung nicht mehr möglich ist.
- Der Gewinn muss durch Umsatzzuwachs gesteigert werden und nicht ausschließlich mittels höherer Margen, denn diese können nicht unendlich ausgeweitet werden. Die Konkurrenzsituation ist hier ebenfalls von großer Bedeutung.
- Auch Kostensenkungen sind – so zweckmäßig sie auch sein mögen – differenziert zu betrachten. Gewinne können durch Kostensenkungen nicht beliebig gesteigert werden, ohne die Substanz des Unternehmens zu gefährden.
- Die Gewinne dürfen nicht durch bereits heute bekannte, aber noch wenig beachtete Probleme der Zukunft massiv beeinflusst werden (z. B. Lücken in der betrieblichen Pensionskasse, potenzielle Kosten durch Vergabe von Mitarbeiteroptionen etc.).
- Die Gewinne dürfen nicht stark von wenig beeinflussbaren Faktoren bestimmt werden (z. B. massive Abhängigkeit von Konjunktur oder politischen Einflüssen).

## Die Verschuldung kann Gewinne entscheidend beeinflussen

Mitentscheidend für die künftige Gewinnentwicklung ist die finanzielle Situation des Unternehmens. Der Verschuldungsgrad sowie die historische Entwicklung dieser Kennzahl lassen, wie die Ertragsstärke, Rückschlüsse über die Qualität einer Bilanz zu. Auch die Ratingagenturen werden die Bonität des Unternehmens schlechter einschätzen, wenn der Schuldenstand oder der Finanzierungsbedarf stark anwächst bzw. wenn zu wenig liquide Mittel vorhanden sind oder die Generierung von Cashflows aus dem operativen Geschäft zu niedrig ist.

Eine reduzierte Bonität erhöht die Finanzierungskosten des Unternehmens auf dem Kapitalmarkt. Nicht nur das individuelle Zinsniveau, sondern natürlich auch das Marktzinsniveau beeinflusst die Gewinnerwartung. Hohe Schuldenstände beeinträchtigen in weiterer Folge auch die Expansionskraft des Unternehmens. Die Abhängigkeit von Zinsschwankungen (insbesondere von Zinsanstiegen) kann das Ergebnis eines Unternehmens massiv untergraben, sodass die Zinsentwicklung wichtiger wird als das operative Geschäft.

## Die Einflussfaktoren auf den Gewinn

Wesentliche Einflussfaktoren – aktuelle wie zukünftige – auf den Unternehmensgewinn veranschaulicht unten stehende Grafik.

### Einflussfaktoren auf den Unternehmensgewinn



**„Gewinne der Zukunft einzuschätzen ist der zentrale Kern der Aktienanalyse.“**

# “Qualitätskriterien der Schoellerbank”



## **Langfristig stehen die Ergebnisse der Unternehmen – die Fakten – im Vordergrund. Der Preis dafür muss angemessen und darf nicht überteuert sein.**

Für ein Aktieninvestment ist ein fairer Preis allein nicht genug. Jedes Investment muss regelmäßig anhand der zuvor angeführten Kriterien überprüft werden. Doch eine günstige Bewertung allein reicht nicht aus. Eine Aktie ist nicht einfach ein Stück Papier, sondern vielmehr ein Anteil an einem Unternehmen. Wir unterziehen die Unternehmen deshalb einer eingehenden Qualitätsprüfung. Für jedes erfüllte Qualitätskriterium erhält das analysierte Unternehmen einen Stern. Die Anzahl der Sterne bestimmt wesentlich die Qualitätseinstufung des Unternehmens.

## **Zu beachten ist allerdings, dass die Anzahl der Sterne in diesem Zusammenhang kein Indikator für die absolute oder relative Attraktivität der Aktien ist, sondern sich rein auf die qualitative Einstufung des Unternehmens bezieht!**

Darüber hinaus ist entscheidend, dass die jeweiligen Unternehmen nach jedem der Kriterien möglichst hoch eingestuft werden. Mindestens vier Sterne muss ein Unternehmen erreichen, um für ein langfristiges Investment im Sinne der Schoellerbank Anlagestrategie infrage zu kommen – zwei der Qualitätskriterien sind sogar eine zwingende Vorgabe.

Folgende sechs Qualitätskriterien werden in der Analyse eingehend beleuchtet:

- ★ Langfristig verteidigbare Wettbewerbsvorteile (zwingend erforderlich)
- ★ Solide Bilanz (zwingend erforderlich)
- ★ Geringe Abhängigkeit von Wirtschaftszyklen
- ★ Bewährtes Management
- ★ Langfristige Wachstumsaussichten
- ★ Nachhaltige Ertragskraft pro Aktie





### **Langfristig verteidigbare Wettbewerbsvorteile**

Dieses Qualitätskriterium muss zwingend erfüllt sein, damit ein Unternehmen für ein langfristiges Investment im Sinne der Schoellerbank Anlagestrategie infrage kommt.

Nur Unternehmen, die über langfristig verteidigbare Wettbewerbsvorteile verfügen, werden auch in der Lage sein, kontinuierlich mehr als ihre Kapitalkosten zu verdienen. Ohne Wettbewerbsvorteile werden diese Profite durch Angriffe von Mitbewerbern geschmälert oder sogar dezimiert.

Das ist auch der Grund, warum der legendäre Investor Warren Buffett diesen langfristig verteidigbaren Wettbewerbsvorteilen die Bezeichnung „moat“ gab. Das englische Wort „moat“ bedeutet übersetzt „Burggraben“. Die langfristig verteidigbaren Wettbewerbsvorteile sind also so etwas wie der Verteidigungsgraben, der die Unternehmensfestung umgibt, um andere Marktteilnehmer davon abzuhalten, die eigene Ertragskraft zu schmälern.

Die Gründe für Wettbewerbsvorteile können unterschiedlich sein. Im folgenden einige Beispiele, wie Unternehmen ihre Ertragskraft vor der Konkurrenz schützen.

### **Umstellungskosten („switching costs“)**

Umstellungskosten sind Kosten, die den Kunden des Unternehmens entstehen, wenn sie einen Produktwechsel machen oder einen anderen Serviceanbieter verwenden. Diese Kosten können nicht nur in Form von Geld, sondern auch in Form von Zeit entstehen. Denn selbst wenn das Konkurrenzangebot günstiger ist, kann ein großer Umstellungs- oder Schulungsaufwand dazu führen, dass ein Wechsel nicht vorgenommen wird.

Selbst Private kennen diese Kosten sehr gut und scheuen oftmals davor zurück, von einem kostenpflichtigen Textverarbeitungs- oder Tabellenkalkulationsprogramm auf eine Gratisanwendung zu wechseln, da der Aufwand der Umstellung zu hoch erscheint.

### **Netzwerkeffekte**

Von Netzwerkeffekten spricht man, wenn ein Produkt oder Service besser wird, je mehr Kunden es nutzen. So wird zum Beispiel eine Online-Einzelhandelsplattform davon profitieren, wenn Kunden in Millionenzahl das Service nutzen, was wiederum für Händler attraktiv ist, die das Produktangebot ausweiten. Man sieht, dass dieser Zyklus das Netzwerk beständig verstärken kann und es damit für Mitbewerber immer schwieriger wird, es zu kopieren.

### **Immaterielle Werte („intangibles“)**

Unternehmen mit Wettbewerbsvorteilen verfügen oftmals über immaterielle Werte wie zum Beispiel starke Marken, Patente oder regulatorische Lizenzen.

Bekannte Marken begleiten uns heute in vielen Bereichen des täglichen Lebens. Ausgezeichnete Unternehmen verstehen es, ihre Marken ständig zu pflegen. Dies gilt sowohl für die Produktmarke als auch für das Unternehmen als Marke selbst. Damit soll sichergestellt werden, dass die Bindung zum Konsumenten dauerhaft aufrechterhalten bzw. intensiviert wird.

In der Akzeptanz der Kunden dominieren weltweit Produkte und Dienstleistungen, deren Marken für überdurchschnittliche Qualität stehen. Markenprodukte suggerieren unter anderem Persönlichkeit, Prestige und Sicherheit. Der Kunde ist meist bereit, für höhere Qualität auch mehr zu bezahlen. Dieses Verhalten erlaubt den Konzernen höhere Margen durchzusetzen und bringt somit Mehrwert für den Aktionär.

Insbesondere für Expansionsbestrebungen spielen Marken eine wesentliche Rolle. Die Erschließung neuer Märkte wird durch weltweit bekannte Namen nicht nur unterstützt, sondern oftmals erst ermöglicht.

Patente sind ein weiteres Beispiel für immaterielle Werte. So werden zum Beispiel im Pharmabereich durch Patente über Jahre mit einzelnen Medikamenten überdurchschnittliche Gewinne erzielt, da Mitbewerber durch Gesetze daran gehindert werden, ein Konkurrenzprodukt auf den Markt zu bringen.

Auch durch regulatorische Lizenzen kann die Konkurrenz in Schach gehalten werden. Oftmals wollen Aufsichtsbehörden keine weiteren Lizenzen ausstellen (z. B. aus Umweltschutzgründen), wodurch existierende Anbieter einen Vorteil haben.

### **Kostenvorteile**

Unternehmen, die signifikant geringere Kosten als Mitbewerber haben, verfügen über Wettbewerbsvorteile. Diese Kostenvorteile können aus unterschiedlichen Gründen entstehen. So kann ab einer gewissen Größe die Verhandlungsmacht im Einkauf eine Rolle spielen oder die Möglichkeit, die Fixkosten auf eine große Anzahl abgesetzter Einheiten umzulegen von Vorteil sein. Ein Kostenvorteil kann aber auch aus einem vorteilhaften Standort entstehen (z. B. kostengünstige Ressourcen oder effizienter Zugang zu Transportsystemen).

Auch Vorteile im Produktionsprozess können Wettbewerbsvorteile bringen. Zu beachten ist dabei vor allem, dass dieser Prozess nicht leicht von der Konkurrenz kopiert werden kann.



### **Solide Bilanz**

Dieses Qualitätskriterium muss zwingend erfüllt sein, damit ein Unternehmen für ein langfristiges Investment im Sinne der Schoellerbank Anlagestrategie infrage kommt.

Jedes Aktieninvestment wird immer von großen Unsicherheiten und Gefahren begleitet – das liegt in der Natur der Sache. Aber diese Gefahren können durch eine eingehende Analyse wie das Schoellerbank AktienRating begrenzt werden. Nicht um alle Risiken auszuschließen, denn das ist niemals möglich; vielmehr geht man gewisse Risiken ein, deren Ausmaß einzuschätzen ist, und vermeidet andere, die potenziell zu einem permanenten Kapitalverlust führen können.

Ein wichtiger Faktor, um permanente Kapitalverluste zu vermeiden, ist die Qualität der Bilanz. Wie das Unternehmen finanziert ist, kann wesentlich einfacher festgestellt werden, als die zukünftige Gewinnentwicklung zu prognostizieren. Trotzdem wird dieser Punkt oft nicht genug beachtet.

Die Qualität der Bilanz ist einerseits ein Faktor der Eigenkapital- bzw. Fremdkapitalfinanzierung. Unternehmen mit hoher Fremdkapitalfinanzierung sind vom Wohlwollen ihrer Geldgeber abhängig und auch vom Funktionieren der Kapitalmärkte. Die Krise der Jahre 2008/2009 hat eindrücklich aufgezeigt, dass beides nicht immer gegeben sein muss.

Darüber hinaus ist auch die Qualität der Vermögenswerte ausschlaggebend. Gibt es Verpflichtungen außerhalb der Bilanz, oder gibt es Bilanzwerte, die werthaltig sind, sich aber in der Börsenbewertung nicht widerspiegeln (z. B. Immobilien)?

Schließlich sind auch die Eigenheiten unterschiedlicher Branchen zu beachten. So manches etablierte Serviceunternehmen kommt ganz ohne Fremdkapital aus, während andere, kapitalintensivere Branchen immer auch eine hohe Fremdkapitalquote haben, die aber durch stabile Cashflows abgesichert ist.

„Um ein Rennen als Erster zu beenden, muss man es erst beenden.“<sup>1</sup> Dieser Satz stammt von einem amerikanischen Rennfahrer. Ähnliches gilt für Aktienanleger. Eine langfristige Unternehmensanalyse wird erst dann von Erfolg gekrönt sein, wenn das Unternehmen auch langfristig über unterschiedliche Wirtschaftszyklen bestehen kann.



### **Geringe Abhängigkeit von Wirtschaftszyklen**

Immer wieder gibt es an der Börse Phasen, in denen das Interesse der Anleger für Aktien von Unternehmen zyklischer Branchen besonders groß ist. Zu diesen zählen jene Unternehmen, deren Geschäftsgang traditionell mit den Konjunkturzyklen verläuft, wie zum Beispiel Unternehmen der Metallindustrie, der Automobilbranche, der Papierindustrie oder des Chemiesektors.

### **Lohnt es sich, in Unternehmen zyklischer Branchen zu investieren?**

Kein Unternehmen wird sich komplett dem globalen Wirtschaftszyklus entziehen können, insbesondere wenn ein Konzern eine gewisse Größe erreicht hat und deshalb länderübergreifend tätig ist. Durch den Expansionsdrang der Unternehmen kam es unweigerlich zur Vernetzung der Märkte. Die Globalisierung ist jedoch nicht nur ein Segen, sondern unter Umständen auch ein Fluch. Zwar können nun lokale Schwächeanfänge durch anderweitige Aktivitäten in aufstrebenden Regionen kompensiert werden, einem globalen Abschwung wird sich aber ein weltweit tätiges Unternehmen nicht entziehen können. Dennoch gibt es in diesen Phasen erhebliche Unterschiede, was die Qualität von Unternehmen bzw. die Kontinuität ihrer Wirtschaftsleistung angeht. Hierbei werden vor allem diejenigen Unternehmen überzeugen, deren Produkte nur schwer zu substituieren bzw. im täglichen Leben unabdingbar sind. Auf der anderen Seite werden zyklische Industrien mit erheblich größeren Schwierigkeiten in Form von Auftragsrückgängen zu kämpfen haben. Hierbei trifft es vor allem Unternehmen, die langlebige, teure Wirtschaftsgüter herstellen, deren Neuanschaffung unter Umständen von den Abnehmern verzögert werden kann.

Keine Frage, dass diese Unternehmen bei einem weltweiten Konjunkturaufschwung überdurchschnittliche Renditen erzielen können, wodurch für gewöhnlich auch der zugehörige Aktienkurs profitieren kann. Dieses zwischenzeitliche Comeback der „Zykliker“ ist aber nicht von Dauer, sondern es handelt sich in der Regel lediglich um eine zeitlich begrenzte Aufwärtsbewegung, die anschließend wieder von einer Kurskorrektur abgelöst wird. Dadurch ist es für diese kaum möglich, langfristig stabiles Wachstum aufzuweisen und für den Investor einen kontinuierlichen Mehrwert zu erwirtschaften.

### **Mit „Market-Timing“ ist langfristig kein Mehrwert zu verdienen**

So wie viele Hausse-Phasen, wird auch der Aufschwung von Aktien zyklischer Branchen von der breiten Anlegerschaft erst bemerkt, wenn die mediale Berichterstattung intensiv und der Großteil der Kursanstiege bereits vorüber ist. Wir investieren somit vorwiegend in qualitativ hochwertige Unternehmen aus Bereichen mit nachhaltigem und wenig zyklischem Wachstum. Beispiele hierfür sind der Gesundheitsbereich und die Konsumindustrie. Auch die Aktien dieser Branchen geraten zeitweise unter Druck, langfristig bieten sie jedoch eine deutlich stabilere Ergebnisentwicklung – und nur das zählt für einen langfristigen Anlageerfolg. Nahrungsmittel und Medikamente werden auch in schwächeren Konjunkturphasen benötigt, ein Autokauf zum Beispiel kann jedoch zeitmäßig aufgeschoben werden. Auch in Zukunft wird es immer wieder Phasen geben, in denen mit Aktien zyklischer Unternehmen Geld verdient werden kann, nur ist eine Periode von mehreren Monaten für den langfristigen Anlageerfolg nicht ausschlaggebend und der richtige Ein- bzw. Ausstiegszeitpunkt fast unmöglich zu bestimmen. Es belegen auch viele Studien sowie unsere eigenen Marktbeobachtungen, dass es keine tauglichen Modelle für ein langfristig erfolgreiches „Market-Timing“ gibt.

<sup>1</sup> „To finish first, you must first finish“ (Rick Mears, geboren am 3. Dezember 1951 in Wichita, Kansas).



## Bewährtes Management

Ein erfolgreiches Management agiert immer markt- und nie verwaltungsorientiert. Die ständigen Veränderungen im Wirtschaftsleben verlangen ein dynamisches und flexibles Management. Das Management ist dafür verantwortlich, die notwendigen Schritte für nachhaltiges Wachstum zu setzen sowie für ein dauerhaftes Vertrauensverhältnis zwischen Unternehmen und allen Stakeholdern zu sorgen. Die Konzentration auf die Kernkompetenzen des Unternehmens, die ständige Suche nach möglicher Expansion sowie das klare Bekenntnis zu Forschung und Entwicklung gehören zu den Tugenden erfolgreicher Manager. Das Management trägt die Verantwortung, die Qualität des Unternehmens laufend zu verbessern.

Zu modernen Managementqualitäten zählt auch eine offene, faire Informationspolitik. Natürlich ist es dienlich, bilanztechnisch die Möglichkeiten auszuschöpfen, die günstige Auswirkungen auf die Kosten bewirken, wie zum Beispiel steuerliche Optimierung. Keinesfalls darf die Gewinn- und Verlustrechnung eines Konzerns seitens des Managements in ein nicht der Realität entsprechendes Licht gerückt werden. Eine offene Kommunikation hinsichtlich zu erwartender Aufwendungen oder sonstiger Sonderfaktoren ist vorzuziehen. Nur wenn Aktionäre den Ausführungen des Managements uneingeschränkt Glauben schenken können, wird ein dauerhaftes Vertrauensverhältnis entstehen.

In der Beurteilung des Managements sind weniger die aktuellen Aussagen (bei Ergebnisberichten, Informationsveranstaltungen, Interviews etc.) zu beachten, sondern vielmehr die Maßnahmen und Leistungen der Vergangenheit und die einhergegangene Informationspolitik. Die Unternehmensführung von Weltkonzernen ist immer versiert darin, die erwartete Geschäftsentwicklung blendend zu verkaufen – ansonsten wären sie nicht in der Position. Der überprüfbare vergangene Leistungsausweis gibt besser Auskunft über die Stärken und Schwächen des Managements.

Für die Aktionäre ist nicht nur das operative Talent des Management-Teams wichtig, sondern auch die Fähigkeit, die erzielten Gewinne gewinnversprechend zu reinvestieren. Das Fingerspitzengefühl bei der Kapitalallokation kann signifikanten Wert für die Aktionäre schaffen oder eben auch vernichten.

Stichworte bei der Bewertung des Managements sind z. B.: Dividendenpolitik, Aktienrückkäufe, Übernahmen, Kapitalerhöhungen, Aktienoptionen, Gesamtvergütung, Aktienanteil des Managements, Bilanzentwicklung etc.

Jedes dieser und weitere Stichworte eröffnen ein weites Feld an Fragen. So kann man z. B. im Bereich der Aktienrückkäufe beurteilen, ob das Unternehmen bereits eigene Aktien in der Vergangenheit zurückgekauft hat und wie es dabei vorgegangen ist. Wurde dabei berücksichtigt, dass der Aktienpreis in Relation zum inneren Wert des Unternehmens eine wichtige Rolle spielt?

Unsere Erfahrungen haben gezeigt, dass in der Aktienanalyse nicht nur die Beurteilung des Pferdes (= Unternehmen) wichtig ist, sondern auch die des Jockeys (= Management).



## Langfristige Wachstumsaussichten

Um langfristigen Erfolg zu sichern, darf sich ein Unternehmen nicht darauf beschränken, vorhandene Marktanteile nur zu verteidigen. Neben dem Ausbau der vorhandenen Marktanteile gilt es, neue Märkte zu erschließen und mit Produktinnovationen oder -optimierung neue Bedürfnisse zu wecken. Ehrgeizige und dennoch realistische Bestrebungen für den Ausbau von Marktanteilen und die Erschließung neuer Märkte sind für langfristig erfolgreiche Unternehmen unabdingbar. Gezielte Akquisitionen zu vernünftigen Preisen tragen neben interner Geschäftserweiterung zu dauerhaftem Wachstum bei.

In der Beurteilung der langfristigen Wachstumsaussichten sind einerseits der Marktanteil des Unternehmens sowie die Konkurrenzsituation zu beurteilen und andererseits das potenzielle Wachstum der jeweiligen Industrie, in der das Unternehmen tätig ist.

Zunehmend an Bedeutung gewinnt dabei die Wahrnehmung der Chancen in den Emerging Markets. Diese können durch Investments in expandierende Unternehmen mit Sitz in hoch entwickelten Ländern bestens genutzt werden.

Ausgewählte Unternehmen übertragen ihre erfolgreichen Geschäftsmodelle in diese Wachstumsregionen. Viele global agierende Konzerne schöpfen bereits heute mit steigender Tendenz einen bedeutenden Teil ihrer Umsätze und Gewinne aus den Emerging Markets und bieten insbesondere aus Risikoüberlegungen erhebliche Vorteile gegenüber Direktinvestitionen in diesen Ländern. Eine starke Position auf dem Heimatmarkt und langjährige Erfahrungen in den aufstrebenden Regionen vermindern unter anderem die Risiken wirtschaftlicher, politischer sowie rechtlicher Natur und reduzieren den direkten Einfluss negativer Wechselkursentwicklungen.



### **Nachhaltige Ertragskraft pro Aktie**

Der Gewinnentwicklung von Unternehmen kommt bei Investitionen in Aktien größte Bedeutung zu. Kurz- bis mittelfristig bestimmen verschiedenste Einflüsse das Börsengeschehen.

Langfristig wird der Kurs der Aktie jedoch der Gewinnentwicklung des Unternehmens folgen. Hochwertige Unternehmen verstehen es, ihre Gewinne kontinuierlich zu steigern.

Nachhaltige Unternehmensgewinne sind die Basis für ein erfolgreiches Investment. Gewinne steigern die Substanz des Unternehmens, schaffen Raum für Expansionen und stellen Kapital für Forschung und Entwicklung zur Verfügung.

Entscheidend für die Nachhaltigkeit der Gewinne ist auch die Umsatzentwicklung. Gewinne können vorübergehend unter anderem auch durch Kostensenkungen oder temporäre Steigerungen der Margen erreicht werden. Selbstverständlich trägt die Optimierung der Kosten einen guten Teil zum Unternehmenserfolg bei, doch massive Einsparungen sind nicht dauerhaft wiederholbar. Ebenso können Gewinne durch Preiserhöhungen oder eine bessere Einkaufspolitik gesteigert werden. Allerdings ist auch hier die Nachhaltigkeit der entscheidende Faktor.

Die bereits beschriebenen Qualitätsmerkmale von Unternehmen – langfristig verteidigbare Wettbewerbsvorteile, Wachstumsstrategien und das Management – bilden die Grundlage, um nachhaltig den Gewinn und somit den Ertrag für den Investor zu steigern.

Besonders wichtig ist die Gewinnentwicklung pro Aktie, da es auch Unternehmen gibt, die immer größere „Fürstentümer“ auf Kosten der Aktionäre bauen. Sie wachsen z. B. durch teure Übernahmen, die durch verwässernde Kapitalerhöhungen finanziert werden. Dadurch lässt sich vielleicht der Gesamtgewinn steigern, aber das Ergebnis pro Aktie und somit auch der Aktienkurs werden leiden.

Die nachhaltige Ertragskraft eines Unternehmens lässt sich auch an verschiedenen Maßzahlen wie z. B. der Eigenkapitalrendite („ROE – Return on Equity“) messen. Unternehmen mit langfristig verteidigbaren Wettbewerbsvorteilen weisen – sozusagen als Beleg ihrer Wettbewerbsfähigkeit – hohe Kapitalrenditen auf. Sie produzieren freien Cashflow, den das Management auf intelligente Weise verwenden muss. Hier sieht man deutlich, wie die einzelnen Qualitätskriterien ineinandergreifen und im Zusammenhang bewertet werden müssen.

**Hinweis:**

Diese Informationen sind eine **Marketingmitteilung**, keine Finanzanalyse, keine Anlageempfehlung und keine Anlageberatung, sie enthalten weder ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung noch eine Aufforderung, ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung abzugeben. Marketingmitteilungen können eine Anlageberatung nicht ersetzen. Ausschließlich bei Anlageberatung kann die Schoellerbank die persönlichen Verhältnisse des Kunden (Anlageziele, Erfahrungen und Kenntnisse, Risikoneigung und finanzielle Verhältnisse) berücksichtigen sowie eine umfassende und kundenspezifische Eignungsprüfung durchführen.

Ausschließlicher Zweck dieser Information ist somit die Darstellung der Qualität der Beratungs- und Vermögensverwaltungsleistungen der Schoellerbank AG. Die Schoellerbank wird den Kunden deshalb keine Auflistung von Aktien zur Verfügung stellen, die dem beschriebenen Qualitätsstandard entsprechen.



© Schoellerbank Aktiengesellschaft, 2012. Alle Rechte vorbehalten.

Verlagsort: Wien.

Herstellungsort: Wien.

**Schoellerbank AG**

Palais Rothschild, Renngasse 3, 1010 Wien

Tel.: +43/1/534 71-0

E-Mail: [info@schoellerbank.at](mailto:info@schoellerbank.at)

[www.schoellerbank.at](http://www.schoellerbank.at)