



## 1. Das Unternehmen

### 1.1. Überblick

**3M** ist eine amerikanische Firma, die in so verschiedenen Bereichen wie z.B. Klebstoffen, Schleifmitteln, Arbeitsschutz und Krankenhausprodukten tätig ist. Zu den bekannten Marken zählen "Scotch" und "Post-It".

**3M** ist eine Abkürzung für: "Minnesota Mining and Manufacturing". Die Firma wurde 1902 gegründet und wird zur Zeit von George Buckley geführt.

**3M** ist an der NYSE (MMM) notiert und in Deutschland unter der ISIN **US88579Y1010** handelbar. Das Kapital ist in 705 Mio. Aktien aufgeteilt. Die Homepage findet sich auf [www.3m.com](http://www.3m.com).

### 1.2. Geschichte

**3M** wurde 1902 in Minnesota gegründet. In den Anfangsjahren beschäftigte sich die Firma mit Schleifmitteln. In den 20ern fing die Diversifikation mit der Entwicklung von Klebebändern an. Es wurden immer neue Geschäftsfelder entwickelt und in 50ern beschäftigte sich **3M** u.a. Videobändern und Druckverfahren.

Das Privatanwendern vielleicht bekannteste Produkt kam in den 80ern auf den Markt – die Post-It-Zettel.

Inzwischen arbeitet **3M** u.a. auch an der Herstellung von Folien für LCD-Bildschirme.

### 1.3. Bereiche

Der Konzern ist in 6 Teilbereiche (Business Segments) und die Zentrale gegliedert, die verschiedenste Produkte herstellen.

- Industrial and Transportation  
Das Segment Industrial and Transportation beliefert Industriekunden verschiedener Branchen (u.a. Auto-, Lebensmittel- und Verpackungsindustrie) mit vielfältigen Produkten wie Klebstoffen und Schleifmitteln.
- Health Care  
Das Segment Health Care beliefert die Gesundheitsbranche (Kliniken, Dentisten etc.) mit einer großen Bandbreite von Produkten wie Inhalatoren, Infektionsverhütungssystemen und Sterilisationsanlagen.
- Display and Graphics  
Das Segment Display and Graphics beschäftigt sich mit Themen rund um den Bildschirm.
- Consumer and Office  
Consumer and Office ist das Segment für Produkte des täglichen Gebrauchs. Hier werden neben den bekannten Post-It-Zetteln auch Filter

- für die Luftreinhaltung hergestellt.
- Safety, Security and Protection Services  
Dieser geschäftsbereich befaßt sich mit dem Thema Sicherheit. Dabei werden Produkte für die Gebäudesicherung ebenso wie Arbeitsschutzmittel (z.B. Staubschutzmasken) und Produkte, um Banknoten fälschungssicher(er) zu machen, angeboten.
- Electro and Communications  
**3M** beliefert die Elektronikindustrie. Dabei geht es sowohl um Produkte, die sich an den Endkunden richten (Handies) als auch um Produkte, die ein Endkunde nie zu Gesicht bekommt (Stromkabel, Flüssigkeiten zur Chip-Herstellung).
- Corporate and Unallocated  
Corporate and Unallocated ist kein operatives Segment; hier ist die Verwaltung angesiedelt.

## 2. Analyse (2002-2007)

### 2.1. Analyse (Gesamt)

#### a) GuV

**3M** konnte seine Umsätze um 7,6% p.a. steigern. Die Gewinne wuchsen gleichzeitig mit 14,2% p.a., wobei in 2007 ein Sonderertrag durch den Verkauf der Pharma-Sparte zu berücksichtigen ist. Ohne diesen Effekt in Höhe von ca. 500 Mio. US\$ wäre das Gewinnwachstum 10,4% p.a.

Wie in Abbildung 1 zu sehen, sind die Umsatzanteile recht gleichmäßig über alle wichtigen Wirtschaftsräume verteilt. Die Bedeutung des US-Umsatzes nimmt dabei seit Jahren ab, wodurch besonders in Europa und Asien die Umsatzanteile steigen.

Abbildung 2 zeigt den Anteil der Regionen am Operativen Gewinn. Hier zeigt sich ebenfalls eine gleichmäßige Verteilung. Auffällig ist, daß die Geschäfte in Asien und Lateinamerika überdurchschnittlich profitabel sind, was man daran erkennt, daß der Anteil am Operativen Gewinn in diesen Ländern höher ist als der entsprechende Umsatzanteil. Erfreulicherweise wachsen die Geschäfte in diesen Regionen auch schneller, so daß mit einem zum Umsatzanstieg überproportionalen Gewinnanstieg zu erwarten ist.

Abbildung 4 zeigt die Anteile der einzelnen Segmente am Konzernumsatz. Auch hier zeigt sich ein sehr ausgewogenes Bild, was die Herkunft der Erträge angeht. Lediglich der Bereich Industrial and Transportation hat ein bemerkenswertes Übergewicht.

Vergleicht man wie bei den Regionen Umsatzanteil und Anteil am Operativen Gewinn (Abbildung 5), dann zeigt sich, daß „Health Care“ eine Marge von fast 50% hat! Die hohe Marge liegt am Verkauf der Pharma-Sparte, der einen Sondergewinn einbrachte. Da dieser Verkauf z.T. schon 2006 verbucht wurde, gilt selbiges auch für das Jahr 2006.

Wie erwähnt wurde 2007 die Pharmasperte verkauft, aber trotzdem wird der Umsatz in diesem Jahr steigen.

## Anteil Umsatz [%]

	2003	2004	2005	2006	2007
United States	41,58	39,37	39,06	38,62	36,74
Asia Pacific	25,36	25,34	27,14	27,27	26,98
Europe, Middle East and Africa	23,78	25,83	24,66	24,98	26,58
Latin America and Canada	9,06	9,21	8,89	9,07	9,67
Other Unallocated	0,22	0,25	0,26	0,06	0,02
<b><u>Gesamt</u></b>	<b><u>100</u></b>	<b><u>100</u></b>	<b><u>100</u></b>	<b><u>100</u></b>	<b><u>100</u></b>

Abbildung 1: Umsatzanteil nach Regionen

## Anteil Operativer Gewinn [%]

	2003	2004	2005	2006	2007
United States	32,67	26,21	26,43	33,5	27,32
Asia Pacific	21,55	21,73	41,78	36,82	34,49
Europe, Middle East and Africa	36,98	40,93	21,42	19,17	27,53
Latin America and Canada	11,74	10,97	10,36	11,04	10,74
Other Unallocated	-2,94	0,15	0	-0,53	-0,08
<b><u>Gesamt</u></b>	<b><u>100</u></b>	<b><u>100</u></b>	<b><u>100</u></b>	<b><u>100</u></b>	<b><u>100</u></b>

Abbildung 2: Anteil des Operativen Gewinns nach Regionen

## Umsatz

	2003	2004	2005	2006	2007	Wachstum p.a.
Industrial and Transportation	4892	5475	4978	6754	7274	10,43
Health Care	3995	4230	4373	4011	3968	-0,17
Display and Graphics	2962	3406	3558	3765	3892	7,06
Consumer and Office	2607	2861	2986	3238	3403	6,89
Safety, Security and Protection Services	1928	2125	2292	2621	3070	12,33
Electro and Communication	1818	1876	2333	2483	2775	11,15
Corporate and Unallocated				44	80	
<b><u>Gesamt</u></b>	<b><u>18.202</u></b>	<b><u>19.973</u></b>	<b><u>20.520</u></b>	<b><u>22.916</u></b>	<b><u>24.462</u></b>	<b><u>7,7</u></b>

Abbildung 3: Umsatz nach Segmenten

## Anteil Umsatz [%]

	2003	2004	2005	2006	2007
Industrial and Transportation	26,88	27,41	24,26	29,47	29,74
Health Care	21,95	21,18	21,31	17,5	16,22
Display and Graphics	16,27	17,05	17,34	16,43	15,91
Consumer and Office	14,32	14,32	14,55	14,13	13,91
Safety, Security and Protection Services	10,59	10,64	11,17	11,44	12,55
Electro and Communication	9,99	9,39	11,37	10,84	11,34
Corporate and Unallocated				0,19	0,33
<b><u>Gesamt</u></b>	<b><u>100</u></b>	<b><u>100</u></b>	<b><u>100</u></b>	<b><u>100</u></b>	<b><u>100</u></b>

Abbildung 4: Umsatzanteil nach Segmenten

## **Anteil Operativer Gewinn [%]**

	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Industrial and Transportation	21,66	23,33	23,17	23,49	24,24
Health Care	26,26	24,06	23,54	32,27	30,39
Display and Graphics	22,63	24,23	22,45	18,57	18,96
Consumer and Office	11,76	11,61	11,16	10,13	11,11
Safety, Security and Protection Services	11,17	10,52	10,71	10,06	9,87
Electro and Communication	6,52	6,24	8,97	7,66	7,77
Corporate and Unallocated	0	0	0	-2,17	-2,33
<b>Gesamt</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Abbildung 5: Anteil des Operativen Gewinns nach Segmenten

### b) Bilanz

Zum 31.3.08 hat **3M** bei einer Bilanzsumme von 26,7 Mrd. US\$ eine EK-Quote von 46%. Diese Kennzahl wurde in den letzten Jahren über Aktienrückkäufe und Dividenden gezielt gesenkt. Ca. 40% des EKs bestehen aus Goodwill, was zu einer EK-Quote von ca. 35% nach Abzug des Goodwills führt. Leider ist der Goodwill in den letzten Jahren immer weiter gestiegen (von 2,4 Mrd. US\$ auf 4,7. Mrd US\$).

Natürlich muß der Goodwill nach den Bilanzierungsrichtlinien bilanziert werden. Aber die Verwaltung wird immer bemüht sein, den Firmenwert so hoch wie möglich anzusetzen, da so schließlich eine höhere EK-Quote und somit eine finanzielle Solidität vorgetäuscht werden kann. Der Firmenwert kann zudem ziemlich frei gewählt werden:

„The estimated fair value of a reporting unit is determined using earnings for the reporting unit multiplied by a price/earnings ratio for comparable industry groups, or by using a discounted cash flow analysis.“

Im Klartext bedeutet das, daß künftige Erträge schon heute bilanziert werden und das zu einem mehr oder weniger frei wählbaren Wert – so einfach kann Wirtschaften sein... Jedenfalls hat diese Bilanzierungspraxis nichts mit dem Vorsichtsprinzip zu tun, weshalb im Weiteren das Goodwill als wertlos betrachtet wird.

Mit den Aktienrückkäufen ist auch das Gearing massiv von -8% auf 27% gestiegen; der Dynamische Verschuldungsgrad wurde von -0,26a auf 1,62a gesteigert.

Die Arbeitsintensität beträgt seit Jahren ziemlich genau 50%, was ein ordentlicher Wert ist.

Die Liquidität 3. Grades schwankt zwischen 120% und 180% stark, liegt aber in einem Bereich, der gut ist..

Ebenso ist der Anlagendeckungsgrad I seit Jahren konstant 70%, was durchaus steigerungsfähig aber noch gut ist. Im gleichen Zeitraum schwankte der Anlagendeckungsgrad II zwischen 115% und 145%, ist also auch in Ordnung.

### c) Rentabilität

**3M** arbeitet mit EK-Renditen von mehr als 40% und GK-Renditen von über 15% hoch rentabel. Die Umsatzrendite liegt ebenfalls seit Jahren bei ca. 15% (nach Steuern!).

## 2.2. Ausblick

**3M** geht davon aus, daß der Umsatz mit einer zweistelligen Prozentzahl steigen und der US-Anteil am Umsatz weiter zurückgehen wird. Der Umsatz soll zur Hälfte aus organischem Wachstum stammen, die andere Hälfte ist durch Aquisitionen und Währungseffekte geplant.

Das EPS soll auf mindestens 5,44 US\$ steigen und somit um mindestens 10% über dem letzten Ergebnis liegen, wenn man es um den Sondereffekt des Spartenverkaufs bereinigt. Zu dieser Steigerung soll auch das laufende Aktienrückkaufprogramm beitragen, für das bis 2009 noch Mittel in Höhe von 3,7 Mrd. US\$ zur Verfügung stehen. Das bedeutet, daß **3M** ca. 7% von sich selber aufkaufen wird.

## 3. Bewertung

### 3.1. Bewertung



Der Aktienkurs und das KGV sind in letzter Zeit massiv gesunken. Für 2008 beträgt es bei einem Kurs von 69 US\$ und dem Median der Analystenschätzungen (EPS: 5,47 US\$) 12,6, was für ein so rentables Unternehmen billig ist.

Das KUV beträgt seit Jahren ca. 2,5, was ebenso wie das KCV (Operativer CF) von 14 als noch moderat anzusehen ist, und wenn man das Q1 auf das Gesamtjahr hochrechnet beträgt es nur noch 1,9 (KCV 12,5).

Traditionell ist das KBV bei **3M** mit Werten von mehr als 8 sehr hoch. Auch der Kursrückgang der letzten Zeit hat das KBV (6,5) nicht in attraktive Regionen fallen lassen.

### 3.2. Ertragswertverfahren

In diesem Verfahren soll abgeschätzt werden, inwiefern die zu erwartenden Unternehmensgewinne den Kurs rechtfertigen. Bei allen Tests werden die Gewinne der nächsten fünf Jahre betrachtet; für Gewinne nach dieser Phase wird eine Stagnation angenommen. Als Zinssatz wird 10% gewählt.

a) *Wie stark muß das EPS steigen, um einen Kurs von 70 US\$ zu rechtfertigen?*

Die Gewinne müßten ausgehend vom EPS07 (5,7 US\$) um 5% p.a. steigen, um einen Kurs von 70 US\$ zu rechtfertigen. Auch wenn möglicherweise eine wirtschaftlich schwierige Zeit vor uns liegt, sollte das machbar sein. Es ist allerdings zu beachten, daß in dem EPS von 5,7 US\$ ein Sondereffekt in Höhe von ca. 0,6 US\$ enthalten ist. Ausgehend von diese Basis ist ein Wachstum von 8% p.a. notwendig.

Angesichts der unrealistischen Annahme, daß nach den fünf Jahren die Gewinne nie mehr steigen werden und eines historischen Durchschnittswachstums von 10% p.a. ist **3M** zur Zeit nicht überbewertet. Die Unterbewertung ist aber auch noch moderat.

b) *Wie wäre der Wert der Aktie, mit den Gewinnen der Vergangenheit?*

In diesem Test wird angenommen, die EPS der letzten Jahre würden sich in der Zukunft wiederholen. Hinter diesem Test steht die Annahme von Nullwachstum unter Berücksichtigung des Wirtschaftszyklus. Setzt man die EPS ein ergibt sich folgende Tabelle:

Jahr	EPS	Wert
1	3,07	2,79
2	3,83	3,17
3	4,23	3,18
4	5,15	3,52
5	5,7	3,54
>5	5,7	35,39
Gesamt		51,59

**3M** hätte unter dieser Annahme einen Wert von 51,59 US\$.

Wie oben erwähnt ist diese Annahme der Härtestest, den eine Aktie nur besteht, wenn sie krass unterbewertet ist, was bei **3M** nicht der Fall ist. Der niedrige Wert von 51,50 US\$ sollte also nicht überbewertet werden.

Nach dem Ertragswertverfahren ist **3M** fair oder leicht unterbewertet. Von besonderer Bedeutung ist es, ob **3M** es schafft, das bisherige Wachstumstempo aufrecht zu erhalten. Wenn dies nicht gelingt, dann wäre die Aktie noch immer stark überbewertet, was der zweite test Zeigt.

#### **4. Marktumfeld (Börse)**

Die ganze Analyse richtet sich an Langfristanleger, aber trotzdem soll im Folgenden versucht werden, die Frage nach einem günstigen Einstiegszeitpunkt zu klären.

Bzgl. der Analyse der Marktsituation lehne ich mich an Kostolany an, da ich von seinen Beobachtungen zum Verhalten der Anleger sehr viel halte.

Nach Kostolany bestimmen zwei Faktoren die Richtung an der Börse. Der erste ist das vorhandene Geld, der zweite ist die Psychologie. Die Anleger müssen Aktien kaufen können und wollen, damit die Kurse steigen können. Ist ein Faktor positiv, einer negativ, so kommt es unter schwankenden Kursen zu einer Seitwärtsbewegung.

Für den US-Markt läßt sich im S&P 500 seit Jahresbeginn bis in den Mai eine solche schwankende Entwicklung feststellen und sie paßt zu Kostolanys These. Die FED hat die Geldschleusen geöffnet, aber die Anleger waren eher pessimistisch gestimmt. Mittlerweile scheint die FED aber die Zügel nicht mehr zu lockern, sondern nur noch konstant zu lassen, was man an den Dollar-Zinsen sieht, die seit Ende April konstant bleiben. Nimmt man noch eine kleine Verzögerung in der Wirkung hinzu, kann dies eine Erklärung für den Kursverfall seit Mitte Mai sein.

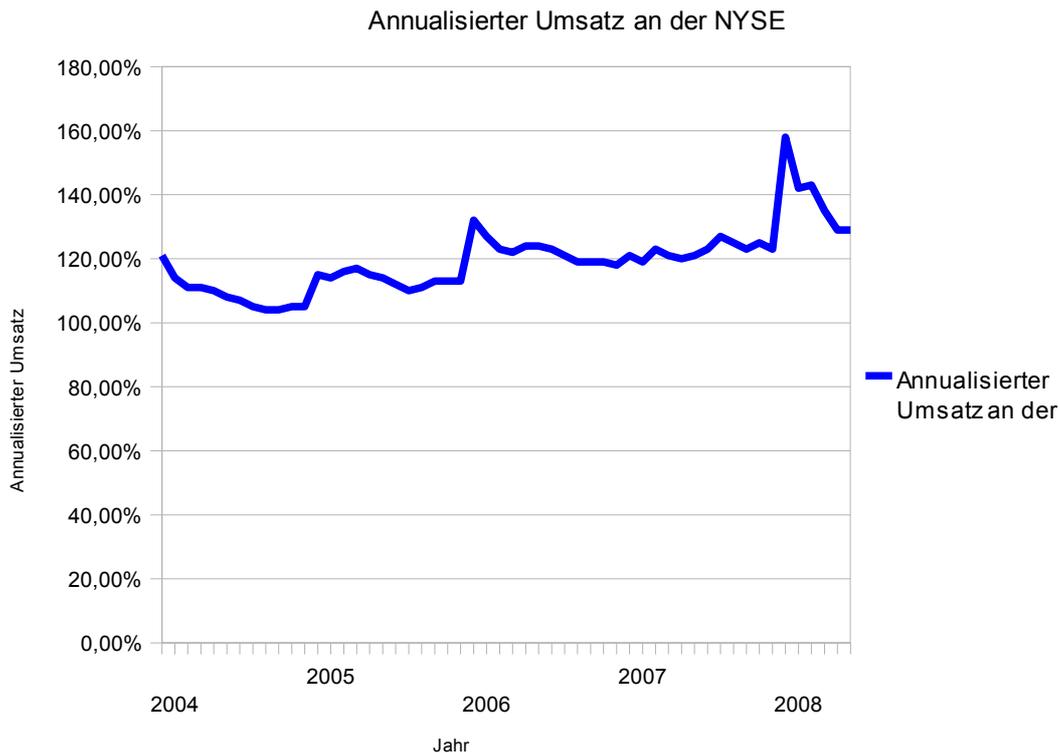
Im Moment sind beide Faktoren negativ, d.h., eine Besserung eines Faktors reicht aus, um die Kurse wieder (kurzfristig) steigen zu lassen.

Kostolany teilt einen Börsenzyklus in sechs Phasen auf (Ei des Kostolany). In den ersten drei Phasen entsteht, gedeiht und stirbt die Hausse. In der vierten beginnen die Kurse unter geringen Umsätzen zu fallen, obwohl die Nachrichten noch gut sind. In der fünften fallen die Kurse unter steigenden Umsätzen parallel zu den schlechten Nachrichten, während die sechste Phase den Ausverkauf unter hohen Umsätzen beschreibt. Es soll geklärt werden, in welcher Phase wir uns befinden.

Wir befinden uns nicht mehr in einer Phase der steigenden Kurse, weshalb die ersten drei Möglichkeiten entfallen. Die Wirtschaftsnachrichten sind auch nicht mehr positiv und kaum einer fragt sich, warum die Kurse nicht mehr steigen, weshalb ich es für unwahrscheinlich halte, daß wir uns in der vierten Phase befinden. Es ist aber an den Umsätzen an der NYSE (vgl. Abbildung ) noch keine Panik zu entdecken. Die herrschte kurzfristig im Januar dieses Jahres, während wir uns im Moment auf einem hohen, aber stabilen Niveau befinden.

Zusammen mit den zunehmend ungünstiger werdenden Wirtschaftsnachrichten glaube ich daher, daß wir uns in der fünften Phase befinden, in der die Kurse die Wirtschaft auf dem Weg nach unten begleiten. Es ist daher mit weiter fallenden Kursen zu rechnen.

Insofern ergänzen sich die beiden Thesen Kostolanys dahingehend, daß kurzfristig (nächste Wochen) mit weiter fallenden Kursen zu rechnen ist.



## 5.... und was macht der Dollar?

Da **3M** seine Erträge weitgehend außerhalb der USA erwirtschaftet, ist die Firma vom Dollarkurs nicht sonderlich abhängig. Zudem ist die Frage für einen Langfristanleger nicht von besonderer Wichtigkeit, weil sich die Wechselkurse nicht über lange Sicht vorhersagen lassen.

## 6.Eigene Meinung

**3M** ist ein tolles Unternehmen, das es schafft, in sehr verschiedenen Bereichen Spitzentechnik zu entwickeln und so hohe Margen zu erzielen. Dieses Know-How hält Konkurrenten fern, die sich so ein Wissen erst einmal selber aufbauen müssen und lockt gleichzeitig guten Nachwuchs an. Ingenieure toben sich eben gerne unter ihresgleichen aus.

Die Bilanz sah bis vor ein paar Jahren sehr gut aus, hat aber leider unter dem unnötig großen Aktienrückkaufprogramm gelitten und ist jetzt höchstens Mittelmaß. Die GuV sieht ebenso wie die Rentabilität weiterhin top aus. Die hohe Umsatzrendite zeigt, wie überlegen **3M** seinen Konkurrenten ist, denn andernfalls lassen sich von Industrieunternehmen solche Margen nicht durchsetzen.

Die Aktie von **3M** ist leicht unterbewertet. Zwar komme ich zu dem Ergebnis, daß die Kurse kurzfristig weiter fallen werden, doch habe ich in derartige Vorhersagen relativ wenig Vertrauen. Da zudem für einen Langfristinvestor, und an den richtet sich diese Analyse, Market Timing von untergeordneter Bedeutung ist, glaube ich, daß **3M** bis ca. 70 US\$ ein Kauf ist.

Sladdi, 17.7.08