

# Karl Napf

Der Text enthält alle im Beitrag <http://dividenden-sammler.de/2144/watchlist-aenderung-der-positionen/#comment-181270> verlinkten Texte und Bilder von Karl Napf.

## 1 Bewertungsmethoden

### 1.1 “Gier”-Funktion: Grundlagen

Neben diesen branchenspezifischen Listen (die sämtliche Titel enthalten, für die ich Daten habe – man muss auch die schlechten Unternehmen kennen, um die guten als solche erkennen zu können) übertrage ich Titel, die ich irgendwie besonders interessant finde, in eine zusätzliche “Performance”-Gesamtliste (die ungefähr der “Watchlist” von Onassis entspricht).

Diese war ursprünglich genau wie die anderen Listen sortiert nach Gewinnwachstum plus Dividende, aber inzwischen habe ich hier zwei Änderungen eingebaut:

1. Der *maximale Gewinneinbruch* (in Prozent) *zum Quadrat* wird mit seinem Original-Vorzeichen versehen, durch 3 geteilt und zur Performance addiert (was in den meisten Fällen einen negativen Summanden ergibt).
2. Die *aktuelle KGV-Bewertung relativ zum KGV-Langzeitschnitt* (in Prozent) *zum Quadrat* wird mit ihrem Original-Vorzeichen versehen, mit 2 multipliziert und von der Performance subtrahiert (negative Werte sind hier gut).

Das sind jetzt aber *ganz wilde Äpfel und Birnen*, eigentlich schon der reinste Obstsalat. Deshalb zunächst mal vier Beispiele, um den Effekt zu veranschaulichen:

#### Beispiel 1: **Procter&Gamble**

Gewinnwachstum +5,15% + Dividende 3,25% = Performance **8,40%**

KGV 19,3 zu KGV-Schnitt 18,5 = +4,32% zu hoch;  $(0,0432 * 0,0432 * 2) = 0,373248\%$  Malus

Höchster Gewinnrückgang: -8,1% in 2011;  $(0,081 * 0,081 / 3) = 0,2187\%$  Malus

Gesamtwertung:  $8,40\% - 0,37\% - 0,22\% = 7,81\%$  “modifizierte Performance”.

Grundsätzlich eine mittelprächtige Aktie, aber mit hoher Robustheit und im Augenblick auch nicht stark überteuert gegenüber ihrem sonstigen Bewertungsniveau – die wird irgendwo im Mittelfeld der Liste schwimmen.

#### Beispiel 2: **British American Tobacco**

Gewinnwachstum +9,22% + Dividende 4,82% = Performance **14,04%**

KGV 13,6 zu KGV-Schnitt 13,0 = +3,82% zu hoch;  $(0,0382 * 0,0382 * 2) = 0,291848\%$  Malus

Höchster Gewinnrückgang: -36,4% in 2005;  $(0,364 * 0,364 / 3) = 4,4165\%$  Malus

Gesamtwertung:  $14,04\% - 0,29\% - 4,42\% = 9,33\%$  “modifizierte Performance”.

Eine schöne Kombination aus Wachstum und hoher Dividende, derzeit auch fair bewertet, dafür hat die Robustheit einen Kratzer abbekommen, der die Aktie aus der Spitzengruppe wirft. Trotzdem eine attraktiv bewertete, solide Depot-Position, wemgleich derzeit nicht das herausragende Schnäppchen.

#### Beispiel 3: **McDonalds**

Gewinnwachstum +11,41% + Dividende 3,50% = Performance **14,91%**

KGV 16,0 zu KGV-Schnitt 15,1 = +5,96% zu hoch;  $(0,0596 * 0,0596 * 2) = 0,710432\%$  Malus

Höchster Gewinnrückgang: -37,2% in 2007;  $(0,372 * 0,372 / 3) = 4,6128\%$  Malus

Gesamtwertung:  $14,91\% - 0,71\% - 4,61\% = 9,59\%$  “modifizierte Performance”.

Von der Performance her ähnlich stark wie die Tabakwerte, und wie diese knapp über historischem Schnitt bewertet; auch hier ist die Robustheit nicht überragend, also leichte Abzüge in der B-Note und im Augenblick nicht meine allererste Wahl als Kauf (wemgleich eine gute Halteposition).

#### Beispiel 4: **LVMH**

Gewinnwachstum +10,09% + Dividende 2,71% = Performance **12,80%**

KGV 16,1 zu KGV-Schnitt 17,6 = -8,52% zu tief;  $(0,0852 * 0,0852 * 2) = 1,451808\%$  Bonus

Höchster Gewinnrückgang: -13,1% in 2009;  $(0,131 * 0,131 / 3) = 0,57203\%$  Malus

Gesamtwertung:  $12,80\% + 1,45\% - 0,57\% = \mathbf{13,67\%}$  "modifizierte Performance".

Das ist eine Aktie, bei der *alles* stimmt: Zweistelliges Wachstum plus ordentliche Dividende, gute Robustheit und zudem derzeit fast 10% unterbewertet. Das bringt den Franzosen derzeit einen sehr guten Rang 14 in meiner Watchlist ein (*vor* Christian Dior auf Rang 15 übrigen).

Die französische Quellensteuer in Höhe von nicht anrechenbaren 15% der Dividende kostet gerade mal 0,41 Prozentpunkte, also "Augen zu und durch".

Die konkreten Gewichtungsfaktoren sind natürlich heftig "aus der Hüfte geschossen", und ich bin auch noch am Herumprobieren.

Aber beide Änderungen haben für mich die Sortierung der Watchlist gegenüber dem reinen Performance-Wert verbessert (und die Formel lässt sich mit einem einzigen cut&paste für sämtliche Titel austauschen, falls ich sie weiter verfeinern möchte).

Die Idee dahinter ist folgende:

1. Ich möchte grundsätzlich Aktien mit einem *hohen Performance-Wert* in den Fokus meines Interesses gerückt sehen.

2. Aber sowohl eine *hohe Robustheit* als auch eine *niedrige Bewertung relativ zum langjährigen KGV-Schnitt* sind für eine Kaufentscheidung ebenfalls erwünscht, also sollten beide Kriterien in den Sortierschlüssel mit einfließen.

3. In beiden Fällen sollen geringe Abweichungen nur einen geringen Einfluss, hohe Abweichungen aber einen hohen Einfluss haben, deshalb fließen beide Größen *quadratisch* in die Formel ein.

4. Ich darf beim Quadrieren nicht das *Vorzeichen* verlieren, also muss ich dieses separat drauf multiplizieren (oder "wert \* abs (wert)" rechnen).

5. Die Streuung bei der relativen Über- bzw. Unterbewertung liegt üblicherweise im Bereich von ca. -20% bis +20%, bei der Robustheit im Bereich 0% bis über 100%; also muss die Robustheit relativ zur aktuellen Überbewertung mit einem geringeren Faktor nachskaliert werden als die relative Bewertung. Die Bewertung hat beim ersten ernsthaften Versuch ein um Faktor 6 höheres Gewicht als die Robustheit erhalten, weil dort die hohen negativen Werte beim Quadrieren von allein "explodieren" und der Sinn einer Watchlist ja insbesondere darin besteht, aktuelle "Schnäppchen" nach oben zu sortieren, bei denen man einen "leichten Wackler" bei der Robustheit ggf. verzeihen möchte.

(Auf Rang 1-3 meiner Watchlist stehen dann auch tatsächlich drei Unternehmen mit einem maximalen Gewinnrückgang zwischen 20% und 35%, aber einem Gewinnwachstum von 14-20% p. a. *und* aktuell deutlicher Unterbewertung von 15-25% gegenüber dem KGV-Schnitt – da muss man dann besonders kritisch nachprüfen, ob der KGV-Schnitt wirklich in Ordnung ist und ob das Unternehmen gerade eine operative Katastrophe oder ein komplett wegbrechendes Gewinnwachstum erlebt, was diese Bewertung jeweils erklären würde.

Das sind zum Teil Werte aus der zweiten Reihe, aber auch vier Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von über 100 Mrd. Euro sind in meinen Top 10 gelandet.)

So, wie meine Faktoren gewählt sind, haben Zykliker keine Chance, weil ihnen das Quadrat der Robustheit geteilt durch 3 bei einem Gewinneinbruch von -80% einen Malus von  $-0,8 * 0,8 / 3 = -21,3\%$  rein würgt.

Dasselbe gilt für Titel mit +30% aktueller Überbewertung, die mit einem Malus von  $-0,3 * 0,3 * 2 = -18\%$  abgestraft werden. (Da kann eine Fuchs Petrolub nach Wachstum und Robustheit noch so toll sein, für *90% mehr als ihren KGV-Schnitt* will ich sie einfach nicht haben.)

Genau dies wollte ich mit der Änderung der Formel bewirken.

Dass dabei ein kleines Monster herauskommt, ist dem Wunsch geschuldet, Punkte eines dreidimensionalen Raums trotzdem eindimensional sortieren zu wollen.

Die "modifizierte Performance" ist übrigens bei den meisten Titeln niedriger als die reine Performance, weil derzeit eben kaum etwas unterbewertet ist und nur ganz wenige

außergewöhnliche Titel bei der Robustheit sogar einen kleinen Bonus kassieren. Aber es kommt in diesem Fall ja nur auf die Sortierung an, nicht auf die absoluten Werte.

Nicht bewertet wird bei dieser Formel ein *absolut hohes KGV*.

Ob *ich* also bereit bin, für LVHM ein KGV von 16 zu bezahlen, das muss ich am Ende immer noch selbst entscheiden.

Dass *der Markt* dies im langjährigen Schnitt deutlich bejahen würde, hat dem Titel jedoch den entsprechenden Bonus von 1,45 Prozentpunkten beschert.

Ach ja, noch etwas: Sämtliche *bereits im Depot gehaltene Titel* sind natürlich ebenfalls Bestandteil der Watchlist (und dort farblich hervorgehoben).

Ich will ja nicht nur sehen, welchen Titel ich als nächsten *kaufen* sollte, sondern auch, welchen bereits vorhandenen Titel ich dafür *verkaufen* könnte – und zwar nach exakt denselben Kriterien.

## 1.2 **“Gier“-Funktion: Malus für Robustheits-KGV**

HIER SCHEINT MIR DER LINK NICHT RICHTIG. ICH HAB EINEN ANDEREN TEXT ÜBERNOMMEN:

Ich habe gerade noch einen weiteren Term in die Formel meiner Sortierfunktion eingefügt. Bei diesem wird es aber schon schwierig, überhaupt zu erklären, was die einzelnen Variablen in der Formel bedeuten (weshalb ich die konkrete Formel weglasse und nur die Idee zu skizzieren versuche).

In meinen Tabellen habe ich aus der Robustheit (d. h. dem maximalen prozentualen Gewinnrückgang im Zeitraum 2004-2014) ein “Robustheits-KGV” definiert: Grundwert = 18, pro 10% Gewinnrückgang im schlechtesten Jahr gibt es einen KGV-Punkt Abzug. Procter & Gamble dürfte also aufgrund seiner Robustheit von -8,1% ein KGV von  $18 - 0,81 = 17,19$  haben, die (inzwischen) super-robuste BAT sogar ein KGV von 18,50, während BMW wegen eines einmaligen Gewinnrückgangs um 90% nur ein KGV von  $18 - 9 = 9$  haben dürfte. Sowohl für defensive Werte als auch für Zykliker kommt diese simple Formel erstaunlich oft relativ gut hin, und Unternehmen, die auch nur ein einziges Mal in die roten Zahlen gestürzt sind, werden damit relativ sicher aussortiert.

Genau dieses Robustheits-KGV hatte ich aber bisher beim Sortieren meiner Liste bisher noch gar nicht verwendet (weil ich vor allem Zykliker, bei denen mir klar war, dass sie ein solches Kriterium nicht erfüllen können, gar nicht erst in die Liste aufgenommen hatte).

Dies führte nun aber dazu, dass ein Titel mit einem KGV von 22 “unterbewertet” war, wenn sein KGV im langjährigen Schnitt bei sogar 25 liegt (so etwas gibt es), obwohl der Titel bei einem maximalen Gewinnrückgang von immerhin 25% nur ein Robustheits-KGV von maximal  $18 - 2,5 = 15,5$  hätte haben dürfen und *dafür* dann 40% zu teuer ist – ungeachtet seines tollen Gewinnwachstums.

Der neue vierte Term meiner Formel verpasst jedem Titel nun zusätzlich noch einen (wiederum quadratisch gewichteten) Malus, der sich aus der *prozentualen* Abweichung plus 100% (damit das immer positive Werte werden, dadurch wird die Formel übersichtlicher) des realen KGV vom “Robustheits-KGV” ableitet.

Damit werden im Wesentlichen Unternehmen mit KGVs weit über 20 aus der Spitzengruppe gefegt, auch wenn dies für diese Unternehmen deren normale Bewertung sein mag – *ich* möchte jedenfalls keine so hohen KGVs akzeptieren (weil mir die “Fallhöhe” bei einem späteren Absturz aufgrund einer plötzlichen Abflachung des Gewinnwachstums in solchen Fällen zu gefährlich erscheint – Apple lässt grüßen), zumal auch die Performance dann eine so hohe Bewertung im direkten Vergleich mit ähnlich stark wachsenden, aber deutlich niedriger bewerteten und dennoch robusten Unternehmen (BAT, Dior!) m. E. in vielen Fällen nicht rechtfertigt.

Zu beachten ist, dass dieser Term einem super-robusten Unternehmen (das im schlechtesten Jahr

sogar ein leichtes Gewinnwachstum erzielt hat) mit einem *KGV* von *nur knapp über 20* nicht sehr weh tut:

*Ein* solches Unternehmen (mit einem zudem fabelhaften Gewinnwachstum von 21% p. a., welches allerdings in 2014 gerade zu bröckeln beginnt) hält sich derzeit immerhin eisern auf Rang 7 meiner Liste (mit einem *KGV* von genau 20 und einer Robustheit von fabelhaften +10%, also einem *lückenlos zweistelligen Gewinnwachstum von 2004-2015*).

Daher werde ich in diese Liste demnächst auch ein paar Unternehmen mit aufnehmen, die ich aufgrund ihres hohen *KGV* bereits im Vorfeld aussortiert hatte.

Wenn dies jedoch meine Sortierfunktion auch kann, dann möchte ich am liebsten *alle* ‘verdateten’ Titel (vielleicht mit Ausnahme von Apple, wo das Gewinnwachstum gerade von 40% p. a. auf Null zerbröselst ist) in einer gemeinsamen Liste haben, weil sich die *KGVs* (und Dividendenrenditen) aufgrund der automatischen Kursversorgung meiner Tabellen jederzeit ändern können – und vielleicht wird ja auch so ein jetzt noch zu teures Unternehmen irgendwann mal eine für mich akzeptable *KGV*-Bewertung bekommen, was ich dann automatisch merken möchte.

Ein Verhältnis zwischen Performance und *KGV* (also im Falle von Procter & Gamble: Sind 8,4% Performance wirklich ein *KGV* von 19,5 wert?) habe ich auch noch nicht berücksichtigt.

In meiner aktuellen Spitzengruppe sehe ich im Moment allerdings keinen Bedarf für ein solches Korrektiv: Praktisch alles, was ein solcher Filter hätte tun können, hat der neue Filter basierend auf dem Robustheits-*KGV* gleich mit erledigt.

Dieser vierte Term hat tendenziell den Unternehmen mit niedrigen *KGVs* geholfen, sodass nun British American Tobacco und Christian Dior auf die Positionen 10 bzw. 11 meiner Watchlist geklettert sind.

Wichtiger aber finde ich, dass sich nun in den Top 12 dieser Liste endlich 8 Titel befinden, die ich auch tatsächlich besitze (sowie ein neunter, den ich nach *etwas* gründlicherer Überprüfung dann doch nicht gekauft hatte, weil das Gewinnwachstum *gerade jetzt* stark abflacht, was mein simpler Performance-Durchschnittswert für 2006-2015 noch nicht berücksichtigen kann, sowie das erwähnte 21%-Bewertungsmonster und ein Titel aus einer für meine Nerven zu schnelllebigen Branche).

Langsam beginnt diese Sortierfunktion also, sich meinem bislang nichtalgorithmischen Auswahlverfahren “nach Berücksichtigung sämtlicher bekannten Umstände” für meine Aktienkäufe *etwas* mehr anzunähern,

denn die Nr. 13 dieser Liste ist nun mein (bereits zuvor ausgewählter) voraussichtlich nächster Kaufkandidat (*KGV* 14 gegenüber Schnitt 15, Performance 9+3, Robustheit 3,5% – sieht ziemlich lecker aus).

### **1.3 “Gier”-Funktion: Das "Lex Apple"**

Nachtrag: Das “Lex Apple” ist in meiner Watchlist implementiert.

(Organisatorisch habe ich das Feld “Wachstum 2004-2012”, das ich wegen mangelhafter Datenqualität – aufgrund eines zu nahe am 2002er-Crash liegenden Startpunktes – nirgendwo verwendet hatte, undefiniert in “Wachstum 2011-2015”).

Als “Gewinnwachstum” zählt nun *das Minimum aus dem Gewinnwachstum 2006-2015 und dem Gewinnwachstum 2011-2015*.

Damit werden Unternehmen, deren Gewinnwachstum in der Gegenwart stark abflacht (oder sogar ins Negative dreht), entsprechend abgestraft.

Apple ist nun nicht mehr mit knapp 40% jährlichem Gewinnwachstum meilenweit in Führung, sondern mit “nur noch” 13% Gewinnwachstum in der Wertung – dank hoher Robustheit und niedrigen *KGV* allerdings immer noch in den Top 10 der Liste.

Auch Unternehmen wie McDonald's (Rang 130) und Coca-Cola (Rang 96) werden nun für ihr zuletzt deutlich geringeres Gewinnwachstum abgewertet.  
Für die meisten Tabakwerte gilt dies nicht, sodass sich nun sechs dieser Unternehmen in den Top 30 meiner Watchlist tummeln.

## 1.4 “Gier“-Funktion: Halten und Verkaufen

**Albanest:** dann bräuchte man einen zuverlässigen Indikator ab wann einzelne Positionen “zu gut” gelaufen sind. Denn prinzipiell wäre ja ein Kursanstieg von 25% bei einer Aktie mit Gewinnwachstum von 10% innerhalb eines Jahres bereits “zu viel”. (Das Beispiel unterstellt, dass bei Beginn der Beobachtung die Aktie “fair” bewertet ist).

Unter anderem denke ich dabei an zwei Depot-Positionen, die hier durchaus schön des Öfteren besprochen wurden und seit dem “Oktobertief” vor knapp fünf Wochen unglaublich zugelegt haben.

Fresenius und Blackrock

Das ist eine interessante Herausforderung für die “Gier“-Funktion.

Ich habe derzeit die Faustregel aufgestellt, bei einem “Gier“-Wert von +4% zu kaufen und bei einem “Gier“-Wert von -10% zu verkaufen.

Beide genannten Aktien befinden sich in unserem Depot; beide haben zweistellige Gewinnwachstumswerte, beide kosten aber auch relativ hohe KGVs.

Wie hoch dürfen diese Aktien noch steigen, bevor sie “zu teuer” werden?

### **Blackrock:**

\*  $KGV+365d = 17,7$ ;  $KGV_{hist} = 17,7$ , also exakt auf normalem Niveau bewertet

\* Robustheit: -9% im schlechtesten Jahr 2008 (wobei ich den durch einen ungewöhnlich niedrigen Steuersatz bedingt überhöhten Gewinn 2007 auf den üblichen Steuersatz herunter gerechnet habe)

\* Performance: nahezu konstante “16+2”

\* Gier-Wert: +9% = immer noch weit *oberhalb* der “kaufen“-Grenze

\* Kurs für einen “Gier“-Wert von -10%: 373 Euro (= KGV 23) – das ist *30% mehr als der aktuelle Kurs*.

Eine sehr robuste “16+2“-Aktie für ein KGV unter 20 ist trotz des in der Tat beeindruckenden Kursanstiegs (Blackrock ist in unserem Depot die Aktie mit dem zweithöchsten noch nicht mitgenommenen Buchgewinn) immer noch ein Schnäppchen, denn Unternehmen ähnlicher Größe mit vergleichbaren Werten sind ausgesprochen selten – ich würde Google (sehr robuste “17+0” für KGV 22), Monsanto (leicht wackelige “20+2” für KGV 21), Nike (sehr robuste “12+1” für KGV 24) und Visa (deutlich super-robuste “21+1” für KGV 25) als Maßstab vorschlagen, die allesamt erheblich mehr kosten.

Man muss sich allerdings dessen bewusst sein, dass der Steuersatz für Blackrock im vergangenen Jahrzehnt von 37% auf 26% gesunken ist, also ein Teil des Gewinnwachstums auf diesem Steuerspareffekt basiert und sich nicht nur kaum wiederholen lassen wird, sondern eventuell irgendwann in die entgegengesetzte Richtung ausschlagen kann. Umgerechnet auf den Performance-Wert macht das etwa 1,8 Prozentpunkte aus (und damit auch 1,8 “Gier“-Punkte) – es schadet also nichts, Blackrock insgeheim eher als “14+1“-Aktie zu behandeln.

Und wenn man sich die Gewinnerwartungen der Analysten für die Jahre 2014-2017 ansieht, dann ist darin ein mittleres Gewinnwachstum von “nur noch” +12,4% p.a. enthalten. Die Bäume wachsen also nicht in den Himmel.

### **Fresenius:**

\*  $KGV+365d = 18,8$ ;  $KGV_{hist} = 15,2$ , ergibt eine Überbewertung von +23%

\* Robustheit: +4% im schlechtesten Jahr, weil der Gewinnrückgang 2008 auf einen Sondereffekt

(APP-Übernahme) zurückzuführen ist

\* Performance: leicht abflachend auf "12+1"

\* Gier-Wert: -4% = mittlerer "halten"-Bereich

\* Kurs für einen "Gier"-Wert von -10%: 45,1 Euro (= KGV 19,7) – das sind nur noch *6% Luft nach oben*.

Fresenius "leidet" bei diesem Ansatz ein wenig darunter, dass die Aktie ein relativ niedriges historisches KGV hat: Eine super-robuste "12+1"-Aktie sollte eigentlich deutlich höher notieren dürfen als Nestlé oder Coca-Cola, aber der Markt hat das bisher nicht so gesehen (u. a. weil Fresenius in Sachen Eigenkapital jahrelang einen "heißen Reifen" gefahren hat; in letzter Zeit ist die Eigenkapitalquote des Konzerns leicht gestiegen, wobei [Finanzen.net](#) mit 2013: 25% und [Morningstar](#) mit 2013: 35% in diesem Punkt erstaunlich stark divergierende Angaben liefern und Fresenius zumindest seit der Rhön-Übernahme auch einiges an Goodwill mit sich herumschleppen dürfte) und deshalb auch nur ein "Junk"-Rating für seine Anleihen besitzt (also vergleichsweise hohe Fremdkapitalkosten zu tragen hat).

Generell ist die "Gier"-Funktion so definiert, dass sie auf der Performance basiert und davon für diverse "Makel" Punkte abzieht. Eine Aktie mit hohem Gewinnwachstum darf deshalb mehr "Makel" aufweisen als eine Aktie, die mit Gewinnwachstum und Dividendenrendite gerade mal die allgemeine Marktperformance (hoher einstelliger Wert) schafft. Blackrock weist derzeit praktisch keinen solchen Makel auf, während die Bewertung von Fresenius langsam in unangenehm hohe Bereiche steigt.

Gleichzeitig sind die Malus-Funktionen so definiert, dass die betreffende "Verfehlung" quadratisch in das Ergebnis einfließt – eine doppelt so hoher "Makel" kostet also einen vier Mal so hohen Abzug. Dies sorgt dafür, dass eine Aktie in allen "Dimensionen" zumindest ordentliche Werte aufweisen muss, um einen hohen "Gier"-Wert zu erhalten: Schwächen in einen Bereich lassen sich nur zum Teil durch Stärken in den anderen Bereichen ausgleichen – eine schwache Robustheit disqualifiziert eine Aktie nach meinen Kriterien genauso wie eine extreme Überbewertung gegenüber dem historischen Durchschnitt (die 23%ige Überbewertung kostet Fresenius fast 8 "Gier"-Punkte) oder eine unzureichende Performance.

Wegen dieses quadratischen Effekts entspricht die Bandbreite zwischen +4% und +10% keinem konstanten prozentualen Wert: Aktien mit sehr hoher Performance dürfen sich höhere Schwankungen im Kurs leisten, ohne aus dem Depot zu fliegen (und das ist m. E. auch ausgesprochen sinnvoll, um nicht einen Titel mit langfristiger Perspektive wegen eines momentanen Ausreißers beim Aktienkurs zu verlieren – das Verfahren soll ja potenziell auch mit dem Depot von Larry.Livingston zurechtkommen).

Ich kann also nicht einfach mechanisch alle Gewinne über 25% mitnehmen – bei performanceschwachen Titel ist es weniger, bei günstig erworbenen Wachstumsraketen kann es deutlich mehr sein.

Die Modifier sind insbesondere so formuliert, dass sie in ihrer Summe nur selten weniger als 10% an Abzügen verursachen; eine Aktie mit einer Performance von 0% wird also ziemlich automatisch einen "Gier"-Wert schlechter als -10% erhalten – es sei denn, sie ist aktuell im historischen Vergleich stark unterbewertet.

Beispiel: Die Aktie meiner Gesamtliste mit der zweitbesten Bewertung *unter allen Titeln mit weniger als 4% Performance* ist (zumindest dann, wenn man die französische Quellensteuer auf deren 5,5%-Dividende ignoriert) der französische Stromkonzern EDF, der normalerweise für ein KGV von 14 gehandelt wird, dessen aktuelle Bewertung inzwischen jedoch eine französische Energiewende nach deutschem Vorbild zu antizipieren scheint.

Mit unzureichender Performance und wackeliger Robustheit hat die Aktie jedoch keine Chance auf eine strategische Position in unserem Depot – wenn überhaupt, dann würde sie für eine Spekulation auf eine Rückkehr zu ihrem normalen KGV taugen. Dies jedoch wäre eine Wette auf eine bestimmte französische Energiepolitik, was nicht mein Fall wäre.

## 1.5 “Gier”-Funktion: Zeitintervall für die Messung des Gewinnwachstums

**fridayy:** berechnest du jetzt dein Performance von 2007-2016 und 2012 – 2016 ?

Nein, meine *Startpunkte* bleiben bei 2006 und 2011 (d. h. beim Mittelwert aus 2005-2007 bzw. 2010-2012), während ich das *Ende* des betrachteten Intervalls auf 2016 verschoben habe (und die entsprechende Wurzel um 1 erhöht; diese wird inzwischen übrigens aus der Differenz der Tabellenspalten dynamisch berechnet und passt sich bei künftigen Jahreswechslern automatisch an, wenn ich eine zusätzliche Spalte *als vorletzte in die Tabellen einfüge, den Inhalt der letzten Spalte drüber kopiere und die letzte Spalte anschließend mit “Suchen&Ersetzen” in den darin enthaltenen Wert-Referenzen auf das neue Jahr umschreibe* – die Wachstumsformeln sind also weiterhin ziemlich vielfältig, um eine Verzerrung durch diverse unbereinigte Sonderfälle zu verhindern, dafür aber während der aktuellen Umstellung wenigstens wartungsfreundlich geworden).

Der Grund dafür ist, dass 2006 und 2011 jeweils *3 Jahre nach dem Tiefpunkt der vorherigen Krise* (2003 bzw. 2008) liegen und damit ein Kursniveau beschreiben, das *am Ende einer ausgedehnten Erholungs-Rallye* liegt. (Tatsächlich folgte 2011 ja schon wieder die nächste Krise in Süd-Euroland.)

Dieses Niveau (egal, nach welchem Bewertungssystem – bei Zyklikern vermutlich basierend auf KUV bzw. KBV) kann der Markt drei Jahre nach dem nächsten Crash auch wieder erreichen, und das aktuelle Bewertungsniveau liegt zwar vermutlich etwas höher, aber nicht allzu sehr.

Würde ich den Startpunkt jeweils mit verschieben, dann würde dieser über kurz oder lang auf einem Tiefpunkt einer Krise landen und wäre dann für die Erkennung unterschiedlicher Wachstumsgeschwindigkeiten unbrauchbar (weil das Wachstum von Zyklikern ab dem Krisen-Tiefpunkt deutlich überzogen hoch ausfällt).

Ich werde also sämtliche Daten ab 2004 weiterhin “mitschleppen” – zumindest so lange, bis wir die nächste zyklische Krise hinter uns haben und ich drei Jahre hinter dieser einen neuen Aufsetzpunkt für die Messung eines mittel- bis langfristigen Gewinnwachstums erhalte. Dies wird aber noch viele Jahre dauern (nämlich zumindest diese drei Jahre *nach* der nächsten Krise, die wir ja selbst noch *vor* uns haben).

## 1.6 “Gier”-Funktion: Behandlung von Ausreißern bei der Berechnung von KGV-Durchschnitten

Was sich in meinem Tabellenformat während des Jahreswechsels geändert hat, das sind zwei Dinge:

1. die beiden KGV-Grenzwert-Felder (unten mittig, weiß auf weinrot).

Vor der Umstellung lautete die Formel für die Berechnung des KGV-Durchschnittswertes (das ist die “18,17” in weiß auf blau links unten):

=POTENZ (PRODUKT (C127 : N127) / E127 ; 1/11)

also “die 11. Wurzel aus dem Produkt aller KGV-Werte außer demjenigen mit dem schwarzen Feldhintergrund”.

Diese Formel war für *jede Aktie individuell* und musste bei jedem Jahreswechsel einzeln angepasst werden. Die Entscheidung, welche KGV-Werte ich dabei “manuell ausblende”, ist der wesentliche Willkür-Faktor meines Berechnungsverfahrens.

Diese Willkür habe ich nun zwar nicht eliminiert, aber in einen Algorithmus transformiert.

Die Formel für die Berechnung der “18,17” lautet nun nämlich:

...

tja, der hiesige Blog-Editor weigert sich leider, den Code dieser Formel komplett abzubilden – es werden wesentliche Stücke davon verschluckt.

Das Prinzip ist folgendes: Ich berechne das *Produkt* aus allen KGV-Werten, die im Intervall

zwischen den Inhalten der beiden KGV-Grenz-Felder liegen (also ein Produkt aus vielen WENN()-Formeln, die entweder einen KGV-Wert oder "1" zurück liefern) sowie die *Anzahl* derjenigen KGV-Werte, die dieselbe Eigenschaft erfüllen (also eine Summe aus vielen UND()-Formeln, die entweder "1" oder "0" zurück liefern) und setze die Ergebnisse beider Berechnungen als Parameter in die POTENZ()-Funktion (für das Ziehen der entsprechenden Wurzel) ein.

Das ergibt zwar eine riesige Formel (die zudem bei jedem Jahreswechsel um jeweils einen Term in beiden Abschnitten erweitert werden muss), aber es ist nun immerhin eine *einheitliche* Formel für sämtliche gut 600 "verdateten" Aktien – die Willkür steckt jetzt komplett in den beiden KGV-Grenz-Feldern. (Wenn ich den Inhalt eines dieser Felder entsprechend ändere, dann ändert sich der KGV-Durchschnittswert sofort mit – und sogar die farbliche Hinterlegung der einzelnen KGV-Felder, denn diese ist nun via bedingter Formatierung in Abhängigkeit von den Inhalten dieser KGV-Grenz-Felder definiert: Wenn ich die Untergrenze von "10" auf 14" erhöhe, dann wird der KGV-Wert "13,2" für das Jahr 2011 grau hinterlegt und der KGV-Durchschnitt steigt von 18,17 auf 18,77.)

Ich muss also beim nächsten Jahreswechsel nicht mehr 600 KGV-Formeln verstehen und manuell anpassen, sondern nur noch eine davon und diese mit Cut&Paste an 600 Stellen kopieren.

2. das Feld "Performancepotenzial" (dazu zuvor "Kurspotenzial" hieß).

Hier habe ich neben der Kursdifferenz zwischen dem aktuellen Kurs (weiß auf rot, links oben) und demjenigen Kurs, den die Aktie haben müsste, wenn sie am 1.1.2016 exakt mit ihrem historischen Durchschnitts-KGV bewertet wäre (weiß auf dunkel-türkis, rechts oben) nun auch die aktuelle Dividendenrendite+365d mit berücksichtigt.

(leider erlaubt es die aktuelle WordPress-Konfiguration des Dividendensammlers nicht mehr, ein Bild gezielt an einer beliebigen Stelle innerhalb des Textes zu positionieren – das wird nun anscheinend immer am Ende des Textes angefügt und ist auch in anderen Postings nicht mehr referenzierbar)

Dezember	Roche Inhaber-Aktie	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
226,97 €	Kurs zu Jahresbeginn:	110,67 €	97,27 €	141,23 €	154,40 €	127,15 €	116,17 €	122,62 €	115,33 €	137,50 €	160,06 €	201,03 €	224,29 €
12,74 €	Gewinn pro Aktie:	5,06 €	4,44 €	5,81 €	6,93 €	6,18 €	6,04 €	6,82 €	8,76 €	9,18 €	10,55 €	11,27 €	12,72 €
7,40 €	Dividende:						4,02 €	4,45 €	5,43 €	6,04 €	6,38 €	6,70 €	7,38 €
3,26%	Ausschüttungsquote:						66,5%	65,3%	61,9%	65,9%	60,5%	59,5%	58,0%
-12,3%	Gewinnwachstum:		-12,3%	30,9%	19,4%	-10,9%	-2,2%	12,8%	28,6%	4,7%	15,0%	6,8%	12,9%
17,82	KGV zu Jahresbeginn:	21,9	21,9	24,3	22,3	20,6	19,2	18,0	13,2	15,0	15,2	17,8	17,6
18,17	Gewinnwachstum 11-16:	10,46%	06-16:	9,01%	KGV:	10	23	Kurs ab 2013:	41,80%	Performancepotenzial 2015:			
	1 Schweizer Franken in Euro:	0,6410 €	0,6480 €	0,6419 €	0,6213 €	0,6039 €	0,6701 €	0,6741 €	0,7981 €	0,8224 €	0,8180 €	0,8166 €	0,8315 €

## 1.7 Ein Beispiel für die EPS-Bereinigung

**Leolux:** Wäre es möglich, dass du anhand eines Beispiels erklärst, wie du eine Gewinnbereinigung vornimmst?

Nehmen wir mal Honeywell aus [dem Posting von weiter oben](#).

Bei den [Morningstar-Zahlen des Unternehmens](#) ist EPS2008 mit **\$3,76** ein deutlicher Ausreißer nach oben, dessen Ursache ich hinterfragen will: 2008 war ja nicht gerade ein Boom-Jahr, und man sieht an den Morningstar-Zahlen, dass der *operative Gewinn* des Unternehmens in diesem Jahr *gesunken* ist – eine solche Diskrepanz ist schon mal verdächtig.

Da wir hier ein US-Unternehmen vor uns haben, schaue ich in den 10-k Report in der EDGAR-Datenbank, "[Item 8. Financial Statements and Supplementary Data](#)".

Dort sehen wir, dass der Posten "Other (income)/expense" folgende Werte aufweist:

2006: (111)

2007: ( 53)

2008: (728)

(Werte in Klammern sind *negative Kosten*, also positive Gewinnbeiträge)

Im Jahr 2008 liegt ein außerordentlicher Ertrag in Höhe von einer dreiviertel Milliarde Dollar vor, der eine genauere Untersuchung verdient.

Nun suche ich im Browser nach der Zahl "728" und finde als ersten Treffer die "Note 4—Other (Income)/Expense", welche diesen Betrag weiter aufschlüsselt und als größte Einzelposition nennt: "Gain on sale of non-strategic businesses and assets" im Wert von **\$635 Mio.** Also ein Buchgewinn durch den Verkauf von Unternehmensteilen und somit ein Effekt, den ich aus dem Gewinn bereinigen *will*.

Direkt darunter steht die Anmerkung: "Gain on sale of non-strategic businesses and assets for 2008 includes a \$623 million **pre-tax gain** related to [the sale of our Consumables Solutions](#) business. See Note 2 for further details." Das ist insofern hilfreich, als es diese "\$623 million" als *Vorsteuergewinn* ausweist – ich muss mir also auch noch die Besteuerung dieses Effekts ansehen. (Diese Unternehmensparte wurde für \$1050 Mio. verkauft, muss also mit einem Wert von  $1050 - 623 = \$427$  Mio. in der Bilanz gestanden haben – der *im Moment des Verkaufs realisierte* Wertzuwachs ist der Effekt, der den Gewinn in diesem Bilanzjahr nach oben verfälscht, denn dieser Wertzuwachs hat ja tatsächlich über viele Jahre der Vergangenheit verteilt stattgefunden und war bisher lediglich nicht quantifizierbar, weil sich niemand die Mühe gemacht hat, die betreffenden Unternehmensteile immer wieder neu zu bewerten.)

Die Differenz von  $728 - 635 = \$92$  Mio. *will* ich übrigens nicht bereinigen, denn das sind kleinere Sondereffekte in einer ähnlichen Größenordnung wie in den beiden vorherigen Jahren.

Nun geht es zurück zu Kapitel 8, und ich schaue mir an, welche Steuersätze Honeywell in den letzten drei Jahren gezahlt hat:

2006:  $720$  von  $2798 = 25,73\%$

2007:  $877$  von  $3321 = 26,41\%$

2008:  $1009$  von  $3801 = 26,55\%$

Für mich sieht das so aus, als hätte dieser Sondereffekt *nicht* zu einer spürbaren Veränderung des Steuersatzes geführt – also muss ich ihn besteuern, um den Effekt auf den Gewinn pro Aktie zu berechnen.

In anderen Fällen kann es vorkommen, dass z. B. ein Sonderaufwand nicht von der Steuer abgesetzt werden konnte und deshalb der Steuersatz relativ zu dem vom Sondereffekt gedrückten Vorsteuergewinn deutlich höher ausfiel als in früheren Jahren.

Umgekehrt kann es auch vorkommen, dass der Steuersatz sogar negativ wurde – beispielsweise dann, wenn ein Unternehmen wegen einer rückwirkenden Änderung der Besteuerung seiner Gewinne in vorherigen Jahren nun eine einmalige hohe Steuergutschrift verbuchen durfte.

In solchen Fällen muss ich dann direkt den Nachsteuergewinn um den Sondereffekt bereinigen. Solche Sprünge beim Steuersatz (die man auf der Morningstar-Seite sehen kann) sind übrigens umgekehrt ein guter Indikator dafür, in welchen Jahren Sondereffekte aufgetreten sein könnten. (Im Fall von Honeywell wäre beispielsweise das Jahr 2011 ein Kandidat für einen genaueren Blick auf [die Zahlen](#).)

An dieser Stelle mache ich mir das Leben einfach und nehme an, dass der Sondereffekt tatsächlich *keinerlei Einfluss* auf den Steuersatz gehabt hat.

Wenn ich dies tue, dann kann ich nämlich folgendermaßen argumentieren:

a) Ohne den Sondereffekt hätte der Vorsteuergewinn nicht \$3801 Mio., sondern nur  $3801 - \$635 = \$3166$  Mio. betragen. Das sind  $3166 / 3801 = 83,29\%$  des berichteten Vorsteuergewinns (und knapp weniger als die \$3321 Mio. in 2007, was für ein Jahr mit ausbrechender weltweiter Wirtschaftskrise plausibel klingt).

b) Dann muss dieser Faktor aber bis zum EPS auf alle Folgezeilen ebenfalls angewendet werden und ich kann auch den Gewinn pro Aktie einfach von \$3,76 auf  $\$3,76 * 0,8329 = \mathbf{\$3,13}$  herunter skalieren (nach \$3,16 pro Aktie in 2007).

Im allgemeinen Fall ist letzteres übrigens nicht ganz korrekt, falls in der Gewinn- und Verlustrechnung noch “Bewinnbeiträge für konsolidierte, aber nicht zu 100% kontrollierte Beteiligungen” (sogenannte “Minorities”) *nach Steuern* abgezogen werden, was bei Honeywell jedoch nicht der Fall ist.

Liegen solche “Minorities” vor, dann muss ich die Jahresspalte der Gewinn- und Verlustrechnung mit dem bereinigten Nettogewinn Zeile für Zeile bis ganz nach unten anpassen.

Es kommt vor, dass ein US-Unternehmen im “8-k report item 2.02 and 9.01” für das Quartalsergebnis des letzten Quartals des Bilanzjahres selbst eine Berechnung des “adjusted diluted EPS” vornimmt.

In diesen Fällen übernehme ich *gelegentlich* diesen offiziellen Wert – wobei dies den Nachteil hat, dass man dann eigentlich für *alle* Bilanzjahre einheitlich diese “eigenbereinigten” Werte nehmen sollte, weil auch in den übrigen Jahren ja gewisse kleine Sonderposten angefallen sind (siehe oben im Honeywell-Beispiel).

Ein solches “Grundrauschen” beim Gewinn stört mich aber nicht, und weil es immer vorhanden ist, *will* ich es aus meiner Robustheits-Berechnung gar nicht bereinigen – große Sonderfälle, die bei den meisten Unternehmen nur 1-2 Mal pro Jahrzehnt vorkommen (Unternehmensverkäufe, Restrukturierungsaufwendungen, Schadensersatzzahlungen etc.), hingegen schon.

In manchen 10-k-Reports habe ich auch schon erlebt, dass das Unternehmen jeden einzelnen Sondereffekt in eine Auswirkung auf den Gewinn pro Aktie umgerechnet hat! Das macht das Bereinigen natürlich viel einfacher.

Wenn ich ein Unternehmen wirklich ganz genau verstehen will, dann [schreibe ich sämtliche Zahlen dieser Gewinn- und Verlustrechnung über 20 Bilanzjahre hinweg untereinander](#), um ein Gefühl dafür zu bekommen, was denn nun ein “bereinigungswürdiger” Sonderfall ist und was ich als “Grundrauschen” durchgehen lassen will. Bereinigen ist immer eine Art von Willkür.

## 1.8 Hamsterrad-Sheet: Inhaltliche Zusammenfassung

ch versuche mal *mit möglichst wenig technischen Begriffen* in Worte zu fassen, was Hamsterrad (nach meinem Verständnis seines Verfahrens) in [seinem Bewertungssystem](#) inhaltlich tut.

Das Prinzip seiner Vorgehensweise ähnelt derjenigen von Stiftung Warentest:

I. Er beschreibt **Eigenschaften von Aktien**,

II. **misst** deren Ausprägung,

III. **bewertet** das Ergebnis mit einer *Punktzahl von 1 bis 10* (über eine Konfigurationstabelle),

IV. **gewichtet** diese Punktzahlen jeweils mit einem Faktor (über eine Konfigurationstabelle) und

V. **addiert alle gewichteten Punktzahlen** (zu einer Summe zwischen derzeit 30 und 300).

Wobei nach meiner Erfahrung mit inzwischen 150 Aktien eine Punktzahl von über 200 “sehr gut” und eine Punktzahl von unter 100 “sehr schlecht” bedeutet – was sich jedoch *nicht* auf die Qualität des Unternehmens, sondern auf eine *aktuelle Kaufentscheidung für die Aktie* bezieht, denn die Bewertung der Aktie ist ein wesentlicher Anteil der Punktzahl.

Robust wachsende Unternehmen mit aktuell deutlich überteuerter Aktie schaffen üblicherweise Punktzahlen um die 150, aktuell fair bewertete mittelprächtige Unternehmen ebenfalls.

(Eine interessantes Experiment ist es, den aktuellen Kurs einer Aktie auf denjenigen Wert zu setzen, bei dem ein historisch durchschnittliches KGV erreicht wäre, denn dadurch wird die Timing-Komponente ausgeblendet und die resultierende Punktzahl beschreibt nun tatsächlich nur die Qualität des Unternehmens.)

Für die Betrachtung einer jeden Aktie sind derzeit folgende 62 Daten zu erfassen:

- (12 Werte) der **Aktienkurs** vom *letzten Tag der Bilanzjahre* 2004-2014 und der aktuelle Kurs,
- (13 Werte) der **Gewinn pro Aktie** für die Bilanzjahre 2005-2014 und Analystenschätzungen desselben für 2015e-2017e,

- c) (14 Werte) die **Dividende pro Aktie** für die Bilanzjahre 2004-2014 und Analystenschätzungen derselben für 2015e-2017e,  
d) (10 Werte) die **Anzahl der Aktien** für die Bilanzjahre 2005-2014 und der aktuelle Wert (falls bekannt und von 2014 abweichend) sowie  
e) (13 Werte) der **Buchwert pro Aktie** für die Bilanzjahre 2005-2014 und Analystenschätzungen desselben für 2015e-2017e.

Auch das **Datum des nächsten Bilanzjahreswechsels** ist zu erfassen – daraus wird die tagesgenaue (“+360d”) Bereinigung der Verschiebung der Bilanzjahre einiger Unternehmen gegenüber dem Kalenderjahr berechnet.

Das Verfahren führt auch zu einem Ergebnis, falls die Datenerfassung lückenhaft erfolgt (und es gibt Situationen, in denen das Weglassen bestimmter Werte die Aussagekraft des Ergebnisses verbessert, etwa die Aktienzahlen für Jahre *vor* einer großen Fusion/Übernahme, weil diese den Blick auf die tatsächlichen Aktienrückkäufe verstellen würden – man könnte den Einfluss der Fusion auf die Aktienzahl auch durch einen “fiktiven Split” heraus bereinigen); die Qualität der Bewertung steigt aber normalerweise mit der Menge der erfassten Daten (und bei Wachstumsunternehmen sind fehlende Daten wegen der Berechnung von Mittelwerten üblicherweise nachteilig für die Punktzahl).

Insbesondere ist es dringend zu empfehlen, auch Daten aus einer Zeit vor der Finanzkrise 2008/09 mit zu erfassen, um die Auswirkungen dieser Krise auf die Zahlen des Unternehmens zu berücksichtigen (andernfalls sind die Aussagen über “Robustheit” praktisch wertlos und das Wachstum von Zyklikern wird übertrieben hoch ausfallen).

Kursdaten kann man sich aus diversen Quellen beschaffen (wer es genau haben will, findet offizielle Jahresendkurse oftmals in den Annual Reports des entsprechenden Unternehmens – eine Abweichung um z. B. einen Tag hat aber für das Gesamtergebnis keine erkennbare Auswirkung); für alle übrigen Daten verwende ich normalerweise die Angaben von Morningstar ([10 Jahre Vergangenheit](#)) und 4-traders.com ([Analystenschätzungen](#)).

Hamsterrad erfasst alle Daten in der *Bilanzierungswährung des jeweiligen Unternehmens* (und sein Spreadsheet bietet durch eine Währungsumrechnungstabelle die Möglichkeit, trotzdem Aktienkurse in einer anderen Währung zu verwenden, falls man z. B. keine Kurse der Heimatbörse zur Verfügung hat – oftmals hilft hierbei das Listing an der Börse London); grundsätzlich wäre auch die Eingabe währungsnormalisierter Daten möglich, und für Aktien, die in Schweizer Franken bilanzieren, tue ich dies auch (weil Nestlé und Roche sonst deutlich benachteiligt würden).

Die Erfassung der Daten für ein Unternehmen ist mit etwas Übung innerhalb von 15-20 Minuten zu schaffen.

Die eigentliche Schwierigkeit steckt auch hier (genau wie bei meiner eigenen “Gier”-Bewertungsmethode) in einer eventuellen **Bereinigung von Sondereffekten beim Gewinn pro Aktie** (die je nach “Aktivität” des Unternehmens mehr oder weniger starke Auswirkungen haben kann, sowohl auf die Robustheit der Gewinne als auch auf das durchschnittliche Vergangenheits-KGV), für die ich in letzter Zeit verstärkt auf den “8-k-Report item 2.02/9.01” zurückgreife (das sind die offiziellen Quartalsdatenberichte für US-amerikanische Aktien, in denen Sondereinflüsse auf den Gewinn oftmals sehr detailliert erklärt und manchmal sogar in ein direkt verwendbares “adjusted diluted EPS” umgerechnet werden).

Auf der Basis dieser erfassten Daten formuliert Hamsterrad folgende Fragen:  
[in eckigen Klammern das derzeit vorkonfigurierte Gewicht]

**Bewertung der Aktie** [85 von 300 – beim Umstieg von 250 auf 300 Punkte deutlich erhöht]

01. [6,0] (*Markttiming*) Wie teuer ist das KGV der Aktie im Vergleich zum mittleren Wert der letzten zehn Jahre?

02. [2,5] (*worst-case-Szenario*) Wie teuer wäre das KGV der Aktie, wenn der Gewinn pro Aktie aktuell so stark einbrechen würde wie im schlechtesten der letzten zehn Jahre?

**Buchwert des Unternehmens** [40 von 300]

03. [1,5] (*Substanz-Aufbau*) Ist der Buchwert pro Aktie in den vergangenen 10 Jahren gestiegen oder gesunken?

04. [1,5] (*Substanz-Robustheit*) Wie stark ist der Buchwert pro Aktie im schlechtesten der vergangenen 10 Jahre eingebrochen?

05. [1,0] (*worst-case-Szenario*) Wie wäre die Buchwert-Entwicklung, wenn sich die Veränderung des schlechtesten der vergangenen 10 Jahre aktuell wiederholen würde?

#### **Entwicklung des Unternehmensgewinns [45 von 300]**

06. [2,0] (*Gewinn-Wachstum*) Wie stark liegt der Gewinn pro Aktie über bzw. unter dem mittleren Wert der vergangenen 10 Jahre?

07. [1,5] (*Gewinn-Robustheit*) Wie stark ist der Gewinn pro Aktie im schlechtesten der vergangenen 10 Jahre eingebrochen?

08. [1,0] (*worst-case-Szenario*) Wie wäre die Entwicklung des Gewinns pro Aktie, wenn sich die Veränderung des schlechtesten der vergangenen 10 Jahre aktuell wiederholen würde?

#### **Entwicklung der Aktienanzahl [25 von 300]**

09. [1,0] (*Rückkäufe bzw. Verwässerung*) Wie stark liegt die Anzahl der Aktien über bzw. unter dem mittleren Wert der vergangenen 10 Jahre?

10. [1,0] (*aktueller Trend*) Lag die Veränderung der Aktienzahl im aktuellsten Bilanzjahr über oder unter dem Durchschnitt der vergangenen 10 Jahre?

11. [0,5] (*worst-case-Szenario*) Wie wäre die Entwicklung der Aktienzahl, wenn sich die Veränderung des schlechtesten der vergangenen 10 Jahre aktuell wiederholen würde?

#### **Entwicklung der absoluten Dividendenhöhe [45 von 300]**

12. [2,0] (*Dividenden-Wachstum*) Wie stark liegt die Dividende pro Aktie über bzw. unter dem mittleren Wert der vergangenen 10 Jahre?

13. [1,5] (*Dividenden-Robustheit*) Wie stark ist die Dividende pro Aktie im schlechtesten der vergangenen 10 Jahre eingebrochen?

14. [1,0] (*worst-case-Szenario*) Wie wäre die Entwicklung der Dividende, wenn sich die Veränderung des schlechtesten der vergangenen 10 Jahre aktuell wiederholen würde?

#### **Entwicklung der Dividendenrendite [30 von 300]**

15. [1,5] (*Dividendenrendite-Wachstum*) Wie stark liegt die Dividendenrendite über bzw. unter dem mittleren Wert der vergangenen 10 Jahre?

16. [1,0] (*Dividendenrendite-Robustheit*) Wie stark ist die Dividendenrendite im schlechtesten der vergangenen 10 Jahre eingebrochen?

17. [0,5] (*worst-case-Szenario*) Wie wäre die Entwicklung der Dividendenrendite, wenn sich die Veränderung des schlechtesten der vergangenen 10 Jahre aktuell wiederholen würde?

#### **Entwicklung der Dividenden-Ausschüttungsquote [30 von 300]**

18. [1,0] (*Ausschüttungspolitik*) War die Ausschüttungsquote in den vergangenen 10 Jahren hoch oder niedrig?

19. [1,0] (*Steigerungspotenzial*) Ist die aktuelle Ausschüttungsquote hoch oder niedrig?

20. [1,0] (*aktueller Trend*) Liegt die Ausschüttungsquote über oder unter dem Durchschnitt der vergangenen 10 Jahre?

Ein [Anschauungsbeispiel für die konkrete Berechnung](#) hat Hamsterrad selbst (noch auf der Basis von 250 Punkten) in seiner Dokumentation vorgeführt.

## **1.9 [Hamsterrad-Sheet: Aktien ohne Dividendenausschüttung](#)**

Ah, ich ahne, wo der Unterschied liegt.

Cisco hat erst in 2011 damit begonnen, eine Dividende auszuschütten.

Hamsterrad hat in seinem Original-Sheet bei Aktien wie Cisco für Jahre ohne Dividende den Wert "0" eingetragen.

Dies führt aber dazu, dass diese Nuller den *Durchschnitt der Dividende* stark nach unten ziehen und damit die prozentuale Steigerung der Dividende übertrieben gut aussehen lassen: Mit diesen Nullern bekäme Cisco trotz seiner kurzen Dividendenhistorie im Bereich "Dividende" die zweitmeisten Punkte aller 65 Hamsterrad-Aktien und insbesondere viel mehr Punkte als alle etablierten Dividenden-Aristokraten.

Deshalb lasse *ich* Felder für Dividenden in Jahren, in denen **noch** keine Dividende ausgeschüttet wurde, *leer* (während eine komplette Dividenden*streichung* natürlich eingetragen werden muss, um die "Dividendenrobustheit" korrekt zu beschreiben).

In den meisten Fällen wird die Aussagekraft der Hamsterrad-Punktzahl durch vollständige Datenerfassung höher – dies ist jedoch ein Punkt, bei dem *ich* für "weniger ist mehr" plädiere. (Ähnliches gilt für die Anzahl der Aktien in Jahren vor einer großen Fusion.)

Im Fall von Cisco macht diese unterschiedliche Eintragung der Dividenden in meinem Sheet 11 Punkte Unterschied aus.

Auch andere Aktien (z. B. der Punkte-Rekordler Oracle) sehen durch diesen Effekt etwas besser aus, als ich dies für gerechtfertigt halte.

## 1.10 Hamsterrad-Sheet: Systemliebling Oracle

Du hast also ein Aktien-Depot, das in einer Korrekturphase nicht so stark fällt, wie der allgemeine Aktienmarkt. Das erkaufst Du Dir mit der Eigenschaft, dass das Aktiendepot auch nicht so stark steigt, wie der allgemeine Aktienmarkt.

Meine Zahlen sagen mir, dass sich letzteres vermeiden lassen *sollte*.

Auf lange Sicht schafft der Aktienmarkt 8-9% Performance.

(Tatsächlich liegt der Durchschnitt aller von mir "verdateten" Titel nur bei 6,18%, allerdings inklusive "Lex Apple"; wenn ich nur 2006-2016 betrachte, dann sind es 8,28%, bei 2011-2016 hingegen sogar 10,10%, wobei letzterer Wert durch die Aufholjagd vieler Zykliker nach der Finanzkrise deutlich nach oben "geschönt" und deshalb nicht auf längere Zeiträume übertragbar ist.)

Was ich also suche, das sind *überdurchschnittlich robuste Aktien, die trotzdem eine Performance von im Schnitt 9% abliefern* (ich will mit dem Gesamtmarkt mithalten und 0,5% Transaktionsgebühren p.a. verkraften).

Tatsächlich liegt der Durchschnittswert für die 27 Titel *unseres Depots* sogar bei einer Performance von knapp 13% in Euro (wobei etwa 2% davon dem Dollar-Anstieg seit 2014/15 geschuldet sind) – ein gewisses Abflachen des prognostizierten Gewinnwachstums (und zwar *über den "Lex Apple"-Mechanismus hinaus*) würde die Strategie also aushalten.

Interessant an dieser Auswertung ist für den hiesigen Blog, dass viele der weltbekanntesten Dividenden-Aristokraten genau in dieser "robusten 9%-Liga" spielen.

Mit einem "Standard-Portfolio" aus Altria, Coca-Cola, Diageo, J&J, McDonald's, Nestlé, P&G und Unilever *gekauft jeweils zu einem historisch durchschnittlichen KGV jedes dieser Titel* liegt man nach aktuellem Stand meiner Zahlen durchaus auf einem 9%-Kurs – wenngleich eben auch nicht besser.

Und der Feind des Guten ist das Bessere – deshalb suche ich nach letzterem, würde aber jeden der genannten Titel *in der aktuellen Marktsituation* für ein historisch normales KGV ins Depot nehmen (leider kostet keiner dieser Titel momentan weniger als 115% davon).

Der Grund, wieso das m. E. funktioniert, ist überraschend einfach: Viele (nicht alle) der volatileren Zykliker sind gleichzeitig *langfristige* Underperformer in Sachen Wachstum. Ziemlich offensichtlich ist dies bei Banken und Versicherungen (denen aktuell höhere

Eigenkapitalauflagen bzw. historisch niedrige Zinserträge ins Geschäftsmodell regnen) und Rohstoffwerten (die unter der wirtschaftsstrategischen Wende in China zu leiden haben), aber auch bei klassischen margenschwachen Old-Economy-Branchen wie Stahl oder Fluglinien (während Flugzeughersteller sehr wohl wachsen!).

Zudem meide ich "Bleienten"-Branchen mit mittelprächtiger Robustheit wie Öl, Strom und Telekom (abgesehen von wenigen handverlesenen Ausnahmen, die 9% Performance schaffen).

Wenn ich meine Gesamtliste von 632 Aktien nach *Robustheit* sortiere und somit in zwei Hälften einteile, dann schafft

\* die volatilere Hälfte eine durchschnittliche Performance von + 1,86%, aber

\* die robustere Hälfte eine durchschnittliche Performance von +10,50%!

(Und wenn *alle* robusten Aktien zusammen die Marktperformance schlagen, dann muss ich aus diesen lediglich *durchschnittlich gut auswählen* und zu akzeptablen Preisen einkaufen.)

Ich vermute, dass dies vor allem daran liegt, dass sehr stark wachsende Unternehmen (in Wachstumsbranchen mit noch nicht gesättigten Märkten) auch in einer Krise weiter wachsen (ggf. langsamer als zuvor) und damit quasi automatisch eine überdurchschnittliche Robustheit aufweisen.

Wenn ich meine Gesamtliste von 632 Aktien nach *Dividendenrendite* sortiere und somit in zwei Hälften einteile, dann schafft

\* die ausschüttungsstarke Hälfte eine durchschnittliche Performance von + 4,37% und

\* die ausschüttungsschwache Hälfte eine durchschnittliche Performance von + 7,99%!

Obwohl die Dividende Teil der Performance ist, "performen" dividendenschwache Aktien also besser – im Wesentlichen, weil hohe Dividende und hohes Wachstum einander de facto gegenseitig ausschließen, der Wachstums-Summand aber mindestens drei Mal so stark streut wie der Dividenden-Summand.

Ich finde Deine Strategie eigentlich ziemlich smart, aber sie macht doch eigentlich erst Sinn, wenn die Korrekturphase unmittelbar bevorsteht (das wissen wir allerdings nicht).

Genau weil ich mir *nicht* zutraue, den *Beginn* der Korrekturphase zu erkennen, muss ich diese defensive Strategie permanent laufen lassen.

Würde ich mir zutrauen, den Crash zu erraten, dann könnte ich ja etwas viel Aggressiveres tun – beispielsweise zu Beginn der Korrektur alles verkaufen oder sogar den Markt short gehen.

Oder wenn die Korrekturphase da ist. Also wenn die Märkte stark fallen,

Leider können wir das "starke Fallen" erst dann zuverlässig als solches erkennen, wenn es bereits stattgefunden hat.

[Im Oktober 2014 gab der DAX innerhalb weniger Wochen um über 1000 Punkte nach](#) – das hätte durchaus der Beginn eines Crash sein können (garniert beispielsweise mit einem Grexit und einer Verschärfung der Ukraine-Krise).

Dass man dieses Timing dann aber so fehlerfrei hinbekommt ist sehr schwer.

Für mich *zu* schwer.

Es mag Leute geben, die sich so etwas zutrauen (mit Elliott-Wellen und ähnlichem Voodoo) – ich gehöre nicht zu diesen.

Ich werde bei einem richtigen Crash kontrollieren, ob eine (noch exakt zu spezifizierende) Menge wichtiger Zykliker nach KBV und KUV ähnlich bewertet sind wie 2003 und 2009 – sobald dies der Fall ist, gebe ich die Zurückhaltung in Sachen Zykliker auf.

Alles, was weniger heftig fällt, ist für mich eine Gelegenheit zum Nachkaufen defensiver Titel (d. h konkret: Für eine geringfügige Erhöhung der Aktienquote, die wir im Frühjahr 2015 von 51,5% auf derzeit 48% reduziert haben – es geht also um etwa zwei zusätzliche Aktienpositionen, deren Liquidität momentan in kündigungsgefährdeten Tier-1-Anleihen mit entsprechend geringem

Laufzeithebel und 4-5% laufender Verzinsung geparkt ist).

Im Oktober 2014 haben wir beim Aufstocken gleich noch sämtliche Zinsen und Dividenden mit angelegt, die bis Ende Januar 2015 zu erwarten waren (ein günstiger Wertpapierkredit macht's möglich).

Und unabhängig davon wird weiter Branchenrotation gespielt, d. h. zwischen ähnlich performanten und ähnlich robusten Aktien bei einer Bewertungsdifferenz von ca. 20% einzelne Positionen ausgetauscht (in 2015 bisher eine pro Monat).

## 2 Kennzahlen:

### 2.1 Kurs-Buchwert-Verhältnis

Ich halte das KBV nur dann für ein brauchbares Kriterium, wenn es typischerweise in der Nähe von 1 liegt.

Die Verwendung des KBV drückt ja aus, dass man einem Unternehmen das Potenzial zur dauerhaften Erzielung von Gewinnen komplett abspricht und deshalb den reinen Inventarwert (oder sogar noch weniger) für seinen Anteil am Unternehmen bezahlen will.

Ein KBV von deutlich mehr als 1 sagt m. E. aus, dass das Unternehmen *nicht* nach seinem KBV, sondern nach seinem Gewinnerzielungspotenzial bewertet wird – also

\* entweder nach dem KGV, falls bereits nachhaltige Gewinne erzielt werden,

\* oder nach seinem KUV, falls dies für die Zukunft erwartet wird (Amazon etc.).

Bei Fielmann ist das KBV beispielsweise völlig irrelevant, weil der Markt offensichtlich nicht auf die Idee kommt, dass das Unternehmen plötzlich rote Zahlen schreiben könnte; hier geht es ausschließlich um die Wachstumsgeschwindigkeit bei den Gewinnen, die Stetigkeit des Wachstums wird quasi vorausgesetzt.

Deshalb halte ich den Ansatz, Deere nach seinem KBV zu bewerten, nicht für zielführend: Das Unternehmen hat eine viel höhere Gewinnmarge als AGCO, die ihm in einer Krise *eigentlich* einen weniger starken prozentualen Gewinnrückgang ermöglichen sollte.

Dass aber genau dies in der 2009er-Krise *nicht* geschafft wurde (hat Deere möglicherweise einen zyklischen Baumaschinenanteil, den AGCO nicht besitzt? Bilanz lesen!), lässt mich an der Berechtigung dieser Höherbewertung von Deere gegenüber AGCO zweifeln (vergleichbar mit dem Bewertungsaufschlag von Nike gegenüber Adidas, den ich ebenfalls für zu hoch halte).

Hätte Deere in 2009 einen Gewinnrückgang von nur 30-40% erlitten, *dann* wäre der Preisaufschlag von immerhin gut 100% gegenüber AGCO nachvollziehbar, weil ihm eine entsprechend höhere Robustheit gegenüber stünde.

### 2.2 KGV-Komprimierung

**Mountainbiker:** Eine Frage zu Fastenal. Was bedeutet Dein Verweiß auf das aktuelle KGV (welcher ja sonst meist über 30 ist, nur 2008 war der KGV bei 18,5) und auf das für die Zukunft prognostizierte stark sinkende KGV für den wissbegierigen Investor wie mich?

Dass ich generell skeptisch bin bei Aktien, in deren Bewertung eine lange anhaltende sehr hohe Wachstumsgeschwindigkeit im aktuell sehr hohen KGV eingepreist ist (denn genau diese sorgt dafür, dass das KGV von Fastenal in den kommenden Jahren schnell sinken würde:  $KGV_{2015e} = 24,7$ ,  $KGV_{2019e} = 15,7$  => Gewinnsteigerung um  $24,7 / 15,7 - 1 = +57,3\%$  in vier Jahren => +12% p.a.).

Ich halte 8-10% Gewinnwachstum für nachhaltig reproduzierbar von sehr guten Unternehmen; bei 20% Gewinnwachstum muss früher oder später ein Abflachen dieses Wachstums eintreten, was dann automatisch vom Markt mit einem deutlich niedrigeren KGV bestraft werden wird.

Wenn ich also einen "20+0"-Titel für ein KGV von 25 und einen Gewinn pro Aktie von \$1,00 in 2014 kaufe (also für einen Aktienkurs von  $25 * \$1,00 = \$25$ ), der dann aber tatsächlich in 2015 mit +18%, in 2016 mit +15%, in 2017 mit +12% und in 2018 mit +9% wächst, dann läge das EPS für 2018 bei  $1,18 * 1,15 * 1,12 * 1,09 = \$1,6566256$ .

Diese Halbierung des Gewinnwachstums würde vom Markt dann aber möglicherweise mit einem KGV von nur noch 15 bestraft, sodass der Aktienkurs 2018 in diesem Szenario bei  $15 * 1,6566256 = \$24,85$  liegen würde und damit eine Wertentwicklung von -0,2% p.a. abgeliefert hätte – obwohl das Unternehmen nach wie vor stark wächst und keinerlei Anzeichen einer echten Krise aufweist!

Und das ist keineswegs ein Horrorszenario, sondern ähnliche Fälle von "KGV-Komprimierung" haben wir in diversen Branchen im vergangenen Jahrzehnt erlebt:

KGV2005	KGV2010	Unternehmen
74,6	17,3	eBay
31,4	13,0	Time Warner
29,6	17,5	S A P
24,6	14,9	U P S
24,0	15,4	Medtronic
23,8	12,8	Siemens
23,5	14,7	Walgreen
23,2	14,4	General Electric
22,2	12,6	Microsoft
20,2	11,4	I B M
20,0	14,8	3M
20,0	13,1	Walt Disney
19,4	12,6	Novartis
18,9	13,5	Johnson&Johnson
18,6	12,4	LVMH
18,4	12,1	AT&T
16,7	9,2	Intel

(man beachte das Fehlen von Nahrungsmitteln und Konsumgütern in dieser Liste!)

Das sind alles keine "schlechten Unternehmen" (wegen dieser Anmerkung habe ich Yahoo wieder aus der obigen Liste gelöscht...), [2005 war kein ausgesprochenes Boomjahr und 2010 immerhin schon ein Jahr weg vom Crash 2008/09](#) – trotzdem hat sich die Bewertung der genannten Aktien innerhalb von fünf Jahren deutlich reduziert (und sich bei etlichen dieser Aktien bis 2013 auf dem neuen Niveau eingependelt, bevor die finanzielle Repression *sämtliche* Aktienkurse wieder massiv in die Höhe trieb).

Deshalb bin ich grundsätzlich vorsichtig bei KGVs oberhalb von 20.

Und das ist der Grund, warum ich bei der aktuellen Bewertung von Fastenal ([Börsenwert: \\$12 Mrd.](#), also weit entfernt von S&P100-Niveau – [Home Depot ist 12 Mal so groß](#) und im Dow Jones 30, und auch [W.W.Grainger ist wesentlich moderater bewertet](#)) gar nicht erst versucht habe, irgendwelche Daten zu erfassen (weder in meinen "Gier"-Tabellen noch im Hamsterrad-Format).

Tatsächlich hat Fastenal die bis 2019 prognostizierten +12% in der Vergangenheit erfolgreich abgeliefert.

[Die Morningstar-Daten](#) sagen:  $EPS_{2006} = \$0,66$ ,  $EPS_{2014} = \$1,66$  (beides ohne erkennbaren Bereinigungsbedarf)  $\Rightarrow 1,66 / 0,66 - 1 = +151,5\%$  EPS-Zuwachs in 8 Jahren  $\Rightarrow +12,2\%$  p.a.! Dazu kommen noch 2% Dividendenrendite. Das sind also schöne "12+2" mit einem allerdings hässlichen Knick von -34% Gewinnrückgang in 2009, was nicht mehr für das Prädikat "robust" ausreicht. Im Fall von Fastenal kommt jedoch hinzu, dass dies eine Handelskette ist, also ein Unternehmen

mit grundsätzlich niedrigem Burggraben und einem Wachstum, das im Wesentlichen auf der Errichtung neuer Läden basiert. Irgendwann wird dieses Wachstum automatisch an seine Grenzen stoßen (und dann auf das Wachstumsniveau von [Wal-Mart](#) absinken, vermutlich begleitet von einem [entsprechenden KGV](#)), wenn das ganze Land mit Läden vollgepflastert ist – und eine etwaige Konkurrenz habe ich dabei noch gar nicht berücksichtigt.

Während Wal-Mart in der Fläche nicht mehr stark wachsen kann und deshalb massiv eigene Aktien zurückkaufen muss, um seinen Gewinn pro Aktie überhaupt noch spürbar zu steigern, ist Fastenal erkennbar noch in der Expansionsphase und kauft bisher keine eigenen Aktien zurück. Sollte das Unternehmen irgendwann mit solchen Rückkäufen beginnen, dann wäre dies ein Signal dafür, dass das organische Wachstum an seine Grenzen stößt.

## 2.3 [Umsatzrenditen von Unternehmen](#)

**Marco:** Dies liegt daran, dass mir eine netto Gewinnmarge von kleiner 10 % für ein gutes Geschäftsmodell zu gering ist. Hier gefallen mir die Alternativen von 3M, Colgate P.almolive oder Blackrock deutlich besser.

Die Nettogewinnmarge (Nettogewinn geteilt durch Umsatz) = Umsatzrendite über Branchengrenzen hinweg zu vergleichen ist sinnlos, weil das einfach verschiedene Arten der Geschäftsmodelle sind, also Äpfel und Birnen.

Ob ein Geschäftsmodell “gut” ist, hängt viel mehr davon ab, ob es einen wachsenden und im Fall einer Wirtschaftskrise schwankungsarmen Gewinn ermöglicht.

Was nützt [ein Geschäftsmodell mit sehr hohen Margen im Schönwetterbetrieb, wenn es in der Krise in sich zusammenfällt?](#)

Die Umsatzrendite von Seadrill lag 2014 bei fast 80%!

[Hat das den Aktionären während des Ölpreiseinbruchs irgendwie geholfen?](#)

Die unterschiedliche Netto-Umsatzrendite preist der Markt in einer unterschiedlichen Kurs-Umsatz-Verhältnis-Bewertung der Aktie ein (Schätzungen für 2015e):

Unternehmen	Börsenwert	Umsatz	KUV	Nettogewinn	KGV	Umsatzrendite
<a href="#">Wal-Mart Stores</a>	266.203	482.651	0,4687	16.182	16,45	3,35%
<a href="#">CVS Health Corp</a>	114.663	150.270	0,7630	5.444	21,06	3,62%
<a href="#">Emerson Electric</a>	38.755	23.713	1,6343	2.472	15,68	10,42%
<a href="#">Colgate-Palmolive</a>	62.815	16.937	3,7087	2.662	23,60	15,72%
<a href="#">3M Co</a>	104.327	32.231	3,2369	5.212	20,02	16,17%
<a href="#">Seadrill Ltd.</a>	5.249	5.080	1,0333	1.141	4,60	22,46%
<a href="#">Blackrock Inc</a>	60.451	11.780	5,1317	3.402	17,77	28,88%
<a href="#">VISA Inc</a>	165.348	13.831	11,9549	6.341	26,08	45,85%

(2015er-Sondergewinn bei Emerson bereinigt, sonst läge die Umsatzrendite über 12,5%)

Nach Börsenwert liegt Emerson trotz höherem Umsatz weit hinter den genannten Alternativen, erzielt aber ähnlich viel Gewinn wie Colgate-Palmolive; durch das nicht mal halb so hohe KUV von Emerson Electric gleichen sich die KGVs beider Unternehmen einander weitgehend wieder an. Dafür schafft Emerson Electric eine drei Mal so hohe Umsatzrendite wie Wal-Mart oder CVS Health – sind diese beiden Handelsketten also grottenschlechte Unternehmen?

Der Markt sieht das nicht so, denn trotz 4,46 Mal so hoher Umsatzrendite von 3M Co. gegenüber CVS Health werden beide Unternehmen aufgrund ihres gleich hohen Gewinns als gleich wertvoll eingestuft. (Wobei CVS sowohl schneller als auch robuster wächst und deshalb sogar eine höhere Bewertung als 3M verdient.)

VISA ist nach Umsatzrendite fast 14 Mal so profitabel wie Wal-Mart (was der Markt durch ein 25 Mal so hohes KUV honoriert) – und trotzdem macht Wal-Mart aufgrund seines um Faktor 35 höheren Umsatzes gut doppelt so viel Gewinn, sodass lediglich das höhere Gewinnwachstum von VISA dessen hohes KGV rechtfertigen könnte.

Die unterschiedlichen Umsatzrenditen spiegeln direkt die verschiedenen Geschäftsmodelle wider:

- \* Im Handel (der selbst keine Wertschöpfung leistet) sind die Margen am geringsten,
- \* in der Produktion liegen sie im mittleren Bereich (weil hier oft hohe Materialkosten als Teil des Umsatzes durchgereicht werden), und
- \* am höchsten sind sie bei spezialisierten Dienstleistern ohne Materialkosten.

Aus welchem Umsatz der Gewinn erzielt wird, ist für den Aktionäre aber letztlich weniger wichtig – solange im Fall eines zyklischen Abschwungs der Gewinn einigermaßen konstant bleibt. (Das sieht man u. a. schon daran, dass es bei Tabakherstellern zwei verschiedene “Umsatz”-Begriffe in der Bilanz gibt, nämlich inklusive bzw. exklusive der durchgereichten Tabaksteuer. Aus welchem der beiden berechnet man sinnvollerweise die Umsatzrendite?)

Tatsächlich ist es so, dass ich mich im Bereich mittlerer Umsatzrenditen am wohlsten fühle: Sehr niedrige Margen bergen immer die Gefahr, bei einer geringen absoluten Veränderung in den Bereich roter Zahlen zu stürzen, während sehr hohe Margen nur dann möglich sind, wenn ein hohes Risiko durch diese hohe Marge kompensiert werden muss.

## 2.4 Eigenkapitalquoten und Gesamtkapitalrenditen von Großbanken

**Erich:** Keine Frage, Wells ist eine erstklassige Bank, z.Z. soll sie die höchste Marktkapitalisierung haben.

Bemerkenswert bei dieser kleinen und international unbedeutenden Bank.

Also “klein und unbedeutend” würde ich Wells Fargo nun nicht gerade nennen – immerhin hat sie genauso viel Eigenkapital wie die HSBC:

Unternehmen:	Eigenkapital / Bilanzsumme = Quote	Oper. Gewinn
(Gesamtkapitalrendite)		
<a href="#">HSBC Holding (2013)</a> :	\$175 Mrd / \$2458 Mrd = 7,13%	\$19,2 Mrd (0,78%)
<a href="#">JP Morgan Chase (2013)</a> :	\$211 Mrd / \$2435 Mrd = 8,67%	\$37,0 Mrd (1,52%)
<a href="#">Bank of America (2013)</a> :	\$233 Mrd / \$2113 Mrd = 11,03%	\$19,4 Mrd (0,92%)
<a href="#">BNP Paribas (2013)</a> :	\$103 Mrd / \$2039 Mrd = 5,05%	\$9,2 Mrd (0,45%)
<a href="#">Citigroup (2013)</a> :	\$226 Mrd / \$1883 Mrd = 12,00%	\$14,4 Mrd (0,76%)
<a href="#">Deutsche Bank (2013)</a> :	\$62 Mrd / \$1825 Mrd = 3,40%	\$3,5 Mrd (0,19%)
<a href="#">Wells Fargo (2013)</a> :	\$171 Mrd / \$1543 Mrd = 11,08%	\$33,0 Mrd (2,14%)
<a href="#">Banco Santander (2013)</a> :	\$102 Mrd / \$1434 Mrd = 7,11%	\$13,3 Mrd (0,93%)
<a href="#">RoyalBk. Canada (2013)</a> :	\$40 Mrd / \$688 Mrd = 5,82%	\$8,5 Mrd (1,24%)
<a href="#">CommonwealthBank(2013)</a> :	\$35 Mrd / \$588 Mrd = 5,95%	\$8,3 Mrd (1,40%)

(Alle Daten zwecks Vergleichbarkeit in US-Dollar umgerechnet mit aktuellen Währungskursen – das mag nicht ganz korrekt sein für den Stand Ende 2013, aber die Größenordnung reicht für unsere Zwecke aus.)

Das, was Wells Fargo unter allen führenden westlichen Großbanken (die Chinesen habe ich mal weggelassen) auszeichnet, ist ihr mit großem Abstand profitabelstes Geschäftsmodell: Über 2% p. a. an operativem Gewinn aus seiner Bilanzsumme herauszuholen ist in dieser Branche eine atemberaubende Leistung, da können nur J.P. Morgan Chase sowie die Commonwealth Bank of Australia so halbwegs mithalten. Die nach Bilanzsumme sogar führende HSBC verdient nur gut die Hälfte.

Man sieht an dieser Tabelle auch, was US-amerikanische von den übrigen Banken unterscheidet: Die Eigenkapitalquote (und zwar die echte, nicht die “risikoadjustierte”, die in der Presse gerne angegeben wird).

Die vier US-Banken sind mit 9-12% Eigenkapital ausgestattet, während die Konkurrenten nur mit 3-7% Eigenkapital arbeiten, also einen viel höheren Risikohebel verwenden (und damit die von Herrn Ackermann jahrelang gefeierte Eigenkapitalrendite nach oben frisieren).

Dies schließt die Europäer de facto von vielen riskanten, aber auch lukrativen Geschäften aus – und die entsprechend bescheidenen Gesamtkapitalrenditen sind die logische Folge davon.

Es erklärt auch, wieso die europäischen Banken mit der [2011 von der EZB an sie verliehenen Billion Euro](#) keine Kredite ausgereicht haben: Dafür sind ihre Bilanzen einfach zu schwach auf der Brust.

Europas Banken bräuchten vor allem viel mehr Eigenkapital, um dadurch in die Lage versetzt zu werden, mit Krediten die europäische Wirtschaft anzukurbeln – Fremdkapital können diese Banken momentan gar nicht sinnvoll nutzen, so billig dieses angesichts der Zinssituation in Europa auch sein mag.

Angesichts dieses Zahlenmaterials fühlen wir uns mit Tier-Anleihen von Wells Fargo, J.P. Morgan Chase und der Citigroup (mit Kupons von 5,9%, 6,125% und 6,3% – so hohe Dividenden schüttet derzeit keine Bank aus) im Depot durchaus nicht unwohl: *Wenn* jemand die nächste Bankenkrise unbeschadet überstehen kann (und die vielen hoch verschuldeten Fracking-Unternehmen haben angesichts des aktuellen Ölpreises durchaus das Potenzial dafür, den Banken Ärger zu bereiten), dann am ehesten die Amis mit ihrer hohen Eigenkapitaldecke.

### **3 Depotmanagement:**

#### **3.1 [Zum Umgang mit Schwankungen des Depotwerts](#)**

Es ist nicht wichtig, ob *ein* Unternehmen des Depots pleite geht: Wenn das Depot auf hinreichend viele Titel diversifiziert ist, dann fängt es einen oder zwei Pleitekandidaten locker auf. Wenn wir mit 6% Wertzuwachs pro Jahr kalkulieren, dann fressen bei 33 verschiedenen Aktien im Depot selbst *zwei Totalverluste pro Jahr* jeweils nur die Performance des betreffenden Jahres weg, ohne die Substanz zu reduzieren.

General Motors war erstens schon Jahre zuvor extrem hoch verschuldet und zweitens ein starker Zykliker; solche Titel sollte man in seinem Depot sparsam einsetzen (wenn überhaupt).

Und man sollte es vermeiden, thematische Klumpen zu bilden: Eine einzelne Coca-Cola im Depot als einer von 30 Titeln ist kein Risiko, aber wenn man Coca-Cola, Pepsico, Nestlé, Danone *und* Unilever hat und *dann* die Gesetzgebung plötzlich *alle* Hersteller kalorienreicher Lebensmittel ins Schlingern bringt, dann hat man etwas verkehrt gemacht, denn auch fünf “sicher” aussehende Unternehmen, die *von einem gemeinsamen Risikofaktor abhängen*, könnten in ihrer Kombination das Depot destabilisieren. Für fünf Tabakhersteller gilt natürlich dasselbe, ebenso wie für die Stromversorger seit Fukushima. Fünf Pharmakonzerne, die Medikamente für völlig unterschiedliche Krankheiten herstellen und dabei jeweils de-facto-Monopolisten sind, können dennoch ein Klumpenrisiko darstellen, wenn die Gesundheitssysteme der Staaten bei der Kostenerstattung und der Zulassung von Patenten plötzlich deutlich restriktiver vorgehen (z. B. weil sie den bisherigen Versorgungs-Level nicht mehr finanzieren können) – genau dies hat zur Halbierung der KGVs vieler Pharmakonzerne seit der Jahrtausendwende geführt. Ich kann aber meinen Gesundheitssektor im Depot auch mit einem Pharma/Biotechwert, einem Krankenhausbetreiber, einer Drogeriekette, einem Medizintechnikhersteller und einem Hersteller von medizinischem Verbrauchsmaterial bestücken, die von entsprechenden Sparmaßnahmen zumindest nicht alle gleich stark betroffen wären.

Diversifikation sollte also über viele Branchen erfolgen und nicht nur über viele Unternehmen derselben Branche.

Der Kurseinbruch von Coca-Cola nach der Internet-Blase hatte sicherlich etwas mit der Bewertung der Aktie auf dem Gipfel der Internet-Blase zu tun – deshalb achte ich darauf, keine noch so tollen defensiven Aktien für übertrieben hohe KGVs zu kaufen. Nestlé hat nun mal ein durchschnittliches KGV von weniger als 16, und wenn ich die Aktie für ein KGV von 20 kaufe und sie in der nächsten Krise auf ein KGV von 14 abstürzt, dann sind 30% Kurseinbruch sogar ohne jeden Gewinnrückgang des Unternehmens völlig normal. Kaufe ich sie jedoch für ein KGV von 17, dann ist die Fallhöhe nur noch halb so hoch.

Als psychologisches Hilfsmittel, um in einer Krise die Lage zu beurteilen, bietet es sich an, nicht

den Wert des Depot, sondern **den vom Depotinhalt produzierten Gewinn** zu tracken – also Gewinn pro Aktie mal Aktienzahl für jede einzelne Position berechnen und dann über alle Titel aufsummieren. Wobei ich diesen Gewinn für aussagekräftiger halte als die Summe der ausgeschütteten Dividenden, denn der Gewinn ist es, den wir letzten Endes erwirtschaften wollen – seine Verteilung auf Dividendenausschüttungen, Aktienrückkäufe und andere Verwendungszwecke ist sekundär. Und gerade nach einer Krise tun Unternehmen gut daran, ihre Dividenden *nicht* zu steigern, sondern die günstige Gelegenheit für massive Aktienrückkäufe zu nutzen – hohe Dividenden kann man auch dann noch ausschütten, wenn die eigene Aktie wieder teuer geworden ist.

Wahrscheinlich wird auch der Gewinn pro Aktie bei den meisten Unternehmen (außer den “super-robusten”) in der Krise sinken, aber bei weitem nicht so stark wie der Aktienkurs, der in beide Richtungen übertreibt. Und solange der Depotwert noch verhältnismäßig gering ist, kann es sogar gelingen, durch weitere Kapitalzuflüsse und eine defensive Grundausrichtung des Depotinhalts auch während einer Krise wie 2008/09 diesen produzierten Gewinn nahezu konstant zu halten.

Von einer Absicherung über Derivate bei großen Depots halte ich nach wie vor nichts, weil diese Absicherung immer zeitlich begrenzt sein muss – man müsste also exakt vorhersagen können, wann der Crash kommt.

Wenn ich das aber kann, dann kann ich auch im richtigen Moment alle Zykliker verkaufen; kann ich es jedoch nicht, dann muss ich mich einfach von Zyklikern fern halten (außer der Gesamtmarkt *ist* gerade um 50% eingebrochen und ich *will* einen Hebel von mehr als 1 auf den Gesamtmarkt haben).

Das Schöne an einem großen Depot ist, dass bei hinreichend geringem Prozentsatz an Zahlungsausfällen die eigentliche Funktion des Depots, nämlich ein hoher Cashflow, auch in einer Krise erhalten bleibt. Und wenn man sich dessen bewusst wird, dann sind die (in absoluten Zahlen in der Tat schrecklich anmutenden) Kursschwankungen gar nicht mehr so entscheidend.

Außerdem wird man als Investor auf dem Weg zu einem großen Depot zwangsläufig ein paar Krisen durchmachen müssen und durch diese schrittweise “gestählt” werden, was sich am Ende der Anlegerkarriere in Form entsprechend guter Nerven bezahlt machen wird.

Wenn man von seinem Depot leben können will, dann muss man zumindest in Sichtweite von einer Million Euro kommen; hat man dies geschafft, dann entspricht eine völlig normale Tagesschwankung des Gesamtmarkts von 1% einer Wertveränderung von 10.000 Euro, also demjenigen Betrag, den der Dividendensammler derzeit pro Jahr in sein Depot einzahlt! Wer dies nervlich nicht durchsteht, weil er ständig auf den Depotgesamtwert starrt, der ist in der späten Phase seines Anlegerlebens mit einem hohen Anleihen- bzw. Festgeldanteil besser bedient als mit dem ständigen Nachkauf mathematisch hochkomplex formulierter Derivate.

### **3.2 Robustheit als Anlagekonzept**

Du hast also ein Aktien-Depot, dass in einer Korrekturphase nicht so stark fällt, wie der allgemeine Aktienmarkt. Das erkaufst Du Dir mit der Eigenschaft, dass das Aktiendepot auch nicht so stark steigt, wie der allgemeine Aktienmarkt.

Meine Zahlen sagen mir, dass sich letzteres vermeiden lassen *sollte*.

Auf lange Sicht schafft der Aktienmarkt 8-9% Performance.

(Tatsächlich liegt der Durchschnitt aller von mir “verdateten” Titel nur bei 6,18%, allerdings inklusive “Lex Apple”; wenn ich nur 2006-2016e betrachte, dann sind es 8,28%, bei 2011-2016e hingegen sogar 10,10%, wobei letzterer Wert durch die Aufholjagd vieler Zykliker nach der Finanzkrise deutlich nach oben “geschönt” und deshalb nicht auf längere Zeiträume übertragbar ist.)

Was ich also suche, das sind *überdurchschnittlich robuste Aktien, die trotzdem eine Performance*

von im Schnitt 9% abliefern (ich will mit dem Gesamtmarkt mithalten und 0,5% Transaktionsgebühren p.a. verkraften).

Tatsächlich liegt der Durchschnittswert für die 27 Titel *unseres Depots* sogar bei einer Performance von knapp 13% in Euro (wobei etwa 2% davon dem Dollar-Anstieg seit 2014/15 geschuldet sind) – ein gewisses Abflachen des prognostizierten Gewinnwachstums (und zwar *über den “Lex Apple”-Mechanismus hinaus*) würde die Strategie also aushalten.

Interessant an dieser Auswertung ist für den hiesigen Blog, dass viele der weltbekanntesten Dividenden-Aristokraten genau in dieser “robusten 9%-Liga” spielen.

Mit einem “Standard-Portfolio” aus Altria, Coca-Cola, Diageo, J&J, McDonald’s, Nestlé, P&G und Unilever *gekauft jeweils zu einem historisch durchschnittlichen KGV jedes dieser Titel* liegt man nach aktuellem Stand meiner Zahlen durchaus auf einem 9%-Kurs – wenngleich eben auch nicht besser.

Und der Feind des Guten ist das Bessere – deshalb suche ich nach letzterem, würde aber jeden der genannten Titel *in der aktuellen Marktsituation* für ein historisch normales KGV ins Depot nehmen (leider kostet keiner dieser Titel momentan weniger als 115% davon).

Der Grund, wieso das m. E. funktioniert, ist überraschend einfach: Viele (nicht alle) der volatileren Zykliker sind gleichzeitig *langfristige* Underperformer in Sachen Wachstum.

Ziemlich offensichtlich ist dies bei Banken und Versicherungen (denen aktuell höhere Eigenkapitalauflagen bzw. historisch niedrige Zinserträge ins Geschäftsmodell regnen) und Rohstoffwerten (die unter der wirtschaftsstrategischen Wende in China zu leiden haben), aber auch bei klassischen margenschwachen Old-Economy-Branchen wie Stahl oder Fluglinien (während Flugzeughersteller sehr wohl wachsen!).

Zudem meide ich “Bleienten”-Branchen mit mittelprächtiger Robustheit wie Öl, Strom und Telekom (abgesehen von wenigen handverlesenen Ausnahmen, die 9% Performance schaffen).

Wenn ich meine Gesamtliste von 632 Aktien nach *Robustheit* sortiere und somit in zwei Hälften einteile, dann schafft

\* die volatilere Hälfte eine durchschnittliche Performance von + 1,86%, aber

\* die robustere Hälfte eine durchschnittliche Performance von +10,50%!

(Und wenn *alle* robusten Aktien zusammen die Marktperformance schlagen, dann muss ich aus diesen lediglich *durchschnittlich gut auswählen* und zu akzeptablen Preisen einkaufen.)

Ich vermute, dass dies vor allem daran liegt, dass sehr stark wachsende Unternehmen (in Wachstumsbranchen mit noch nicht gesättigten Märkten) auch in einer Krise weiter wachsen (ggf. langsamer als zuvor) und damit quasi automatisch eine überdurchschnittliche Robustheit aufweisen.

Wenn ich meine Gesamtliste von 632 Aktien nach *Dividendenrendite* sortiere und somit in zwei Hälften einteile, dann schafft

\* die ausschüttungsstarke Hälfte eine durchschnittliche Performance von + 4,37% und

\* die ausschüttungsschwache Hälfte eine durchschnittliche Performance von + 7,99%!

Obwohl die Dividende Teil der Performance ist, “performen” dividendenschwache Aktien also besser – im Wesentlichen, weil hohe Dividende und hohes Wachstum einander de facto gegenseitig ausschließen, der Wachstums-Summand aber mindestens drei Mal so stark streut wie der Dividenden-Summand.

Ich finde Deine Strategie eigentlich ziemlich smart, aber sie macht doch eigentlich erst Sinn, wenn die Korrekturphase unmittelbar bevorsteht (das wissen wir allerdings nicht).

Genau weil ich mir *nicht* zutraue, den *Beginn* der Korrekturphase zu erkennen, muss ich diese defensive Strategie permanent laufen lassen.

Würde ich mir zutrauen, den Crash zu erraten, dann könnte ich ja etwas viel Aggressiveres tun – beispielsweise zu Beginn der Korrektur alles verkaufen oder sogar den Markt short gehen.

Oder wenn die Korrekturphase da ist. Also wenn die Märkte stark fallen,

Leider können wir das “starke Fallen” erst dann zuverlässig als solches erkennen, wenn es bereits stattgefunden hat.

Im Oktober 2014 gab der DAX innerhalb weniger Wochen um über 1000 Punkte nach – das hätte durchaus der Beginn eines Crash sein können (garniert beispielsweise mit einem Grexit und einer Verschärfung der Ukraine-Krise).

Dass man dieses Timing dann aber so fehlerfrei hinbekommt ist sehr schwer.

Für mich *zu* schwer.

Es mag Leute geben, die sich so etwas zutrauen (mit Elliott-Wellen und ähnlichem Voodoo) – ich gehöre nicht zu diesen.

Ich werde bei einem richtigen Crash kontrollieren, ob eine (noch exakt zu spezifizierende) Menge wichtiger Zykliker nach KBV und KUV ähnlich bewertet sind wie 2003 und 2009 – sobald dies der Fall ist, gebe ich die Zurückhaltung in Sachen Zykliker auf.

Alles, was weniger heftig fällt, ist für mich eine Gelegenheit zum Nachkaufen defensiver Titel (d. h. konkret: Für eine geringfügige Erhöhung der Aktienquote, die wir im Frühjahr 2015 von 51,5% auf derzeit 48% reduziert haben – es geht also um etwa zwei zusätzliche Aktienpositionen, deren Liquidität momentan in kündigunggefährdeten Tier-1-Anleihen mit entsprechend geringem Laufzeithel und 4-5% laufender Verzinsung geparkt ist).

Im Oktober 2014 haben wir beim Aufstocken gleich noch sämtliche Zinsen und Dividenden mit angelegt, die bis Ende Januar 2015 zu erwarten waren (ein günstiger Wertpapierkredit macht’s möglich).

Und unabhängig davon wird weiter Branchenrotation gespielt, d. h. zwischen ähnlich performanten und ähnlich robusten Aktien bei einer Bewertungsdifferenz von ca. 20% einzelne Positionen ausgetauscht (in 2015 bisher eine pro Monat).

### **3.3 Keine Angst vor Besteuerung von Kursgewinnen**

**Harrison:** Eine Frage die mich noch umtreibt: du verkaufst ja bestimmte Werte ab einem entsprechend tiefen Gier-Wert, wie zB eine BASF. Angenommen der Kurs fällt dann wieder auf einen entsprechenden Gier-Wert zu dem du die Aktie kaufen würdest, dann habe ich doch als Buy&hold Anleger den Vorteil nachlegen zu können, während du zu einem bestimmten Betrag verkauft hast und entsprechende Transaktionskosten/Steuer zahlen musstest. Theoretisch angenommen das passiert jetzt jedes Jahr, also ein Jahr Kaufkurse und das darauffolgende Verkaufkurse. Jedes Jahr wird ein Betrag X investiert + den Verkaufserlös wenn man verkauft. Nach einigen Jahren habe ich doch als buy&hold Anleger deutlich mehr Anteile, weil ich keine Steuern auf den Verkauf Zahlen musste. Also macht es nicht auch Sinn bei einem Zyklus wie BASF die Aktie zu halten?

BASF ist ein schönes Beispiel, um Deine Theorie durchzurechnen.

Wir haben BASF im Juli 2013 gekauft für **66,2 Euro** und im März 2014 verkauft für **81,4 Euro**. Das ergibt eine Gewinnspanne von  $81,4 - 66,2 = 15,2$  Euro (oder +23% des Einstandspreises).

Wir mussten also  $15,2 * 26,375\% =$  ziemlich genau 4 Euro an Steuern abführen.

Nehmen wir mal eine Kleinanlegerperspektive ein und ziehen je 1% Transaktionsgebühren für den Aus- und Wiedereinstieg ab, dann gehen (aufgerundet) weitere 1,4 Euro an die Depotbank.

Alles in allem durften wir  $81,4 - 4,0 - 1,4 =$  **76 Euro** behalten.

Inzwischen steht der Kurs der BASF-Aktie bei **69,6 Euro**.

Ich könnte inzwischen  $76,0 / 69,6 = 109,2\%$  der ursprünglichen Stückzahl zurückkaufen – und zwar

*ohne weiteren Kapitalzufluss.* Angesichts einer Dividendenrendite der BASF von brutto 3,8% sind das drei geschenkte Netto-Jahresdividenden.

Und diese Aktien würden dann komplett mir gehören, während der Buy & Hold-Investor gegenüber seinem Kaufkurs von 66,2 Euro immer noch eine latente Steuerlast von  $(69,6 - 66,2) * 26,375\% = 0,9$  Euro mit sich herum schleppt.

Wer ist also besser dran?

Bevor ich einen Spekulationsgewinn zu (nahezu) 100% wieder verliere, zahle ich lieber 26,375% Steuern.

Ob und wann sich das lohnt, hängt letztlich vom einzelnen Titel, genauer gesagt von dessen Volatilität ab – und die ist bei Zyklikern nun mal höher als bei defensiven Titeln.

Aber selbst bei Fresenius haben wir dieses Spielchen [zwischen Ende Januar und Mitte März 2014](#) absolviert, weil der Kursanstieg von (split-bereinigt) 30 Euro auf 40 Euro innerhalb von 4 Monaten die Bewertung der Aktie stark gedrückt hat.

Auf 8 Euro Gewinn pro Aktie mussten wir 2 Euro Steuern zahlen – und durften die Aktie anschließend für knapp 3 Euro weniger zurückkaufen.

Das reichte gerade so eben, um die Steuern und Gebühren zu bezahlen – wodurch die bisherigen Kursgewinne effektiv steuerfrei geworden sind.

Und wer weiß, zu welchem Steuersatz wir sie irgendwann in der Zukunft hätten versteuern müssen? Es gibt ja Fälle, in denen man die Aktie nicht behalten *darf* – beispielsweise bei einem Squeeze-Out nach einer Übernahme. Ewigkeitsaktien kann man nicht erzwingen.

Das Risiko, das ich eingehe, ist, dass mir die Aktie “davon läuft”, d. h. dass ich keinen attraktiven Zeitpunkt für einen Rückkauf finde. De facto ist eine Gewinnmitnahme mit der Hoffnung auf Rückkauf ja eine Art Short-Spekulation – und die kann auch schiefgehen.

Dies ist aber nur dann ein Risiko, wenn die verkaufte Aktie *stärker steigt als das, was ich stattdessen gekauft habe*: Ich lasse den Verkaufserlös nämlich nicht in Cash herumliegen, sondern ich kaufe sofort einen nach Robustheit und Performance mindestens gleich guten Titel für ungefähr 20% weniger – also eine Aktie, die ich auf lange Sicht genauso gerne im Depot haben möchte. Dadurch kommt es vor allem darauf an, ob meine Einschätzung der beiden Aktien als “gleich gut” sich als korrekt herausstellt oder nicht. Aber dieses Risiko hatte ich bereits zum Zeitpunkt meiner ersten Kaufentscheidung.

### **3.4 [Dividenden-Erzeugungspotenzial](#)**

Einbau des aktuellen Emerson-Electric-Kaufs in die “Dividenden-Erzeugungspotenzial”-Tabelle des Dividendensammler-Depots.

Die Top 10 beim Dividendenwachstum belegen hierbei ausschließlich Aktien aus den USA – das liegt am enormen Anstieg des Dollars gegenüber dem Euro in den vergangenen 15 Monaten (unterste Zeile weiß auf blau).

Die Erwartungen für die Jahre 2015e und 2016e (hellblau hinterlegt) werden inzwischen per DDE-Link aus meinen Bewertungs-Spreadsheets für die betreffenden Aktien automatisch importiert – diese Tabelle ist also (bis auf Anpassungen der Titelliste bzw. Stückzahlen) inzwischen wartungsfrei.

# Dividenden-Erzeugungspotenzial des aktuellen Dividenden-Sa

Unternehmen	Stückzahl	2011		2012		2013		2014		
HCP Inc.	40	0,88 €	35,03 €	1,17 €	46,71 €	1,50 €	60,01 €	1,58 €	63,20 €	1,87
IBM	25	2,13 €	53,25 €	2,43 €	60,75 €	2,69 €	67,25 €	3,08 €	77,12 €	3,76
General Mills	25	0,82 €	20,50 €	0,89 €	22,25 €	1,01 €	25,25 €	1,18 €	29,50 €	1,45
Procter & Gamble	25	1,40 €	35,00 €	1,53 €	38,25 €	1,66 €	41,50 €	1,79 €	44,75 €	2,31
Coca-Cola	40	0,73 €	29,20 €	0,79 €	31,60 €	0,86 €	34,40 €	0,89 €	35,42 €	1,10
Philip Morris Int.	30	2,18 €	65,40 €	2,51 €	75,30 €	2,87 €	86,10 €	2,82 €	84,60 €	3,36
Altria Group	95	1,21 €	114,95 €	1,30 €	123,50 €	1,41 €	133,95 €	1,45 €	137,75 €	1,80
McDonald's	40	1,93 €	77,20 €	2,11 €	84,40 €	2,38 €	95,20 €	2,38 €	95,22 €	2,86
Emerson Electric	20	1,07 €	21,40 €	1,24 €	24,80 €	1,25 €	25,00 €	1,19 €	23,80 €	1,55
Johnson&Johnson	13	1,74 €	22,62 €	1,86 €	24,18 €	1,84 €	23,92 €	2,00 €	26,04 €	2,41
SSE plc	50	0,87 €	43,50 €	0,93 €	46,50 €	0,96 €	48,00 €	1,07 €	53,50 €	1,18
Brit. Am. Tobacco	20	1,48 €	29,60 €	1,57 €	31,40 €	1,65 €	33,00 €	1,72 €	34,40 €	1,97
Roche Inh.	5	5,43 €	27,15 €	6,04 €	30,20 €	6,38 €	31,90 €	6,53 €	32,65 €	7,70
The Southern Co.	30	1,38 €	41,40 €	1,43 €	42,90 €	1,54 €	46,20 €	1,51 €	45,34 €	1,78
National Grid plc	100	0,43 €	43,00 €	0,44 €	44,00 €	0,49 €	49,00 €	0,52 €	52,00 €	0,57
Royal Dutch Shell	75	1,23 €	92,25 €	1,26 €	94,50 €	1,37 €	102,75 €	1,56 €	117,00 €	1,64
Unilever N.V.	35	0,90 €	31,50 €	0,97 €	33,95 €	1,08 €	37,80 €	1,14 €	39,90 €	1,17
Nestlé	20	1,58 €	31,60 €	1,66 €	33,20 €	1,76 €	35,20 €	1,80 €	36,00 €	2,12
AT & T	160	1,31 €	209,60 €	1,34 €	214,40 €	1,31 €	209,60 €	1,34 €	214,40 €	1,55
Münchener Rück	10	6,25 €	62,50 €	7,00 €	70,00 €	7,25 €	72,50 €	7,75 €	77,50 €	7,85
BASF	30	2,50 €	75,00 €	2,60 €	78,00 €	2,70 €	81,00 €	2,80 €	84,00 €	2,91
Centrica	370	0,18 €	66,60 €	0,19 €	70,30 €	0,20 €	72,89 €	0,21 €	75,85 €	0,17
<b>Gesamtes Depot</b>			<b>1.228,25 €</b>		<b>1.321,09 €</b>		<b>1.412,42 €</b>		<b>1.479,95 €</b>	
					<b>+7,56%</b>		<b>+6,91%</b>		<b>+4,78%</b>	
<b>1 US-Dollar</b>			<b>0,7481 €</b>		<b>0,7727 €</b>		<b>0,7638 €</b>		<b>0,7258 €</b>	
					<b>+3,29%</b>		<b>-1,15%</b>		<b>-4,98%</b>	

## 4 Zinsen und Währungen:

### 4.1 Die Funktion von Fremdkapital für Aktiengesellschaften

**Colin:** Gibt es nicht auch Branchen/Unternehmen, welche erst durch die Produktion von einer bestimmten Stückzahl Gewinne erzielen

Ja, die gibt es sicherlich.

Insbesondere kleinere Unternehmen haben "Sockelkosten" für Forschung und Verwaltung, die für Anfangsverluste sorgen werden; erst dadurch, dass eine Ausweitung der Produktion zusätzliche Überschüsse erwirtschaftet, erreichen solche Unternehmen insgesamt die Gewinnzone.

Ein Weltmarktführer wie BASF dürfte diese Phase jedoch schon lange hinter sich haben.

(Tatsächlich erzielte **BASF in 2006** einen Jahresüberschuss von 3,215 Mrd. € aus einer Bilanzsumme von 45,291 Mrd. €, also eine Gesamtkapitalrendite von 7,10%; in 2014 waren es 5,155 Mrd. € Jahresüberschuss aus 71,359 Mrd. € Bilanzsumme = 7,22%. Viel tut sich da nicht mehr.)

**Colin:** oder die Fremdkapital brauchen, um überhaupt Gewinne erzielen zu können?

Wenn ein Unternehmen keinen Gewinn erzielt und sich zu 100% mit Eigenkapital finanziert hat, dann kann zwar es keine Dividende ausschütten, muss aber wenigstens auch keine Zinsen bezahlen.

Hat das Unternehmen jedoch Fremdkapital aufgenommen, dann muss es für dieses Fremdkapital Zinsen bezahlen, auch wenn es Verluste schreibt!

In der Startup-Phase ist Eigenkapital also "duldsamer" als Fremdkapital; im Gegensatz zu Deiner

Vermutung kann sich das Unternehmen Fremdkapital erst dann wirklich "leisten", wenn es einigermaßen zuverlässig schwarze Zahlen produzieren kann.  
(Insbesondere weil das Rating des Unternehmens von zuverlässigen Gewinnen abhängt und die Zinshöhe, die das Unternehmen seinen Gläubigern bieten muss, wiederum von diesem Rating.)

**Colin:** Ich meine: Hätte BASF (oder ein anderes Unternehmen) keine Schulden würde es evtl. keinen Gewinn oder einen viel geringeren Gewinn erzielen, weil es nicht genug Eigenkapital hat um große Mengen zu produzieren oder zu forschen und neue Produkte zu entwickeln.

Würde BASF seine heutige Bilanzsumme zu 100% mit Eigenkapital gestalten, dann würde das Unternehmen *mehr* Gewinn erzielen als bisher, weil die Belastung durch Zinsen wegfallen würde. Allerdings müsste der erzielte Gewinn auf  $100 / 38,7 = 2,584$  mal so viele Aktien verteilt werden, weil so viele Aktien notwendig gewesen wären, um bei gleicher Bilanzsumme die Eigenkapitalquote von derzeit 38,7% auf 100% zu steigern.

Man kann das auch einfach mal nachrechnen:

BASF hat [im Bilanzjahr 2014](#) einen Gewinn vor Steuern in Höhe von 7,203 Mrd. € erzielt, nachdem man zuvor 711 Mio. € Zinsen bezahlt hat. Nach dem Abzug von 1,711 Mrd. € Steuern (23,75%) und "sonstiger Anteile" in Höhe von 337 Mio. € (das sind vermutlich Beteiligungen von BASF, die zunächst mit bilanziert wurden, obwohl BASF keinen 100%-Anteil an diesen Unternehmen besitzt) blieb ein an die Aktionäre verteilter Jahresüberschuss in Höhe von **5,155 Mrd. €** übrig. Verteilt auf 918 Mio. Aktien sind das letztlich  $5155/918 = 5,61$  € pro Aktie. Hätte BASF wegen 100% Eigenkapital keine Zinsen zahlen müssen, dann hätte man  $7,203 + 0,711 = 7,914$  Mrd. € Gewinn vor Steuern erzielen können. Davon ziehen wir wieder 23,75% Steuern (nun 1,880 Mrd. €) und dieselben 337 Mio. € an Minderheiten ab und kommen auf einen Jahresüberschuss von **5,697 Mrd. €**. Leider müssen wir nun aber  $2,584 * 918 \text{ Mio.} = 2,372$  Mrd. Aktien mit diesem Gewinn bedienen! Da bleiben nur noch **2,40 € pro Aktie** übrig.

BASF würde auch mit 100% Eigenkapital funktionieren – nur stünde in diesem Fall der Kurs der Aktie irgendwo bei etwa 40 € (sicherlich höher als 38,7% des aktuellen Kurses, denn Schuldenfreiheit und ein dadurch geringeres Risiko sind ja auch etwas wert, was sich in einem höheren KGV manifestieren würde).

Dadurch, dass BASF seinen Fremdkapitalgebern eine viel schlechtere Rendite (nämlich die [mickerigen Zinskupons](#)) bezahlt als den Eigenkapitalgebern, kann das Unternehmen jedoch seinen Gewinn pro Aktie mehr als verdoppeln – und dies, *obwohl* der absolute Gewinn durch die Zinsen geschmälert wird!

Allgemeine Merkregel: Fremdkapital wirkt als Hebel für den Gewinn pro Aktie.

Dadurch bringt Fremdkapital zwei zusätzliche Risikofaktoren in ein Geschäftsmodell:

1. Der Hebel wirkt zwar bei steigenden Gewinnen nach oben, aber bei sinkenden Gewinnen auch in die entgegengesetzte Richtung (was man derzeit bei den hoch verschuldeten deutschen Energiekonzernen drastisch vorgeführt bekommt).
2. Fremdkapital muss auch dann mit Zinsen bedient werden, wenn das Unternehmen keine Gewinne erzielt; (nicht nur) in dieser Hinsicht sind die Anleihe-Gläubiger vorrangig gegenüber den Aktionären. Ein kriselndes Unternehmen kann also nicht seine Zinskupons kürzen, sondern der Gewinnrückgang muss die ausgeschüttete Dividende mit voller Wucht treffen (Seadrill-Aktionäre wissen, was ich meine).

Dafür geben sich die Gläubiger allerdings mit einer bescheidenen Rendite für ihr geringeres Risiko zufrieden.

Dass Fremdkapital trotzdem für praktisch alle Geschäftsmodelle erfolgreicher Aktiengesellschaften ein Segen ist, liegt genau an dieser extrem ungleichen Rendite der beiden Geldgebergruppen. Wir haben bei BASF gesehen: Die Gewinne in Höhe von 7,203 Mrd. € entfallen zu 711 Mio. € auf die Fremdkapitalgeber, während die Eigenkapitalgeber 5,155 Mrd. € behalten dürfen (der Rest

fließt in Form von Steuern ab). Von den Unternehmenserträgen ohne diese Steuern ( $5155 + 711 = 5866$  Mio. €)

\* behalten die Eigenkapitalgeber (welche **38,7%** der Bilanz finanzieren) einen Anteil von **87,9%**,  
\* die Fremdkapitalgeber (welche **61,3%** der Bilanz finanzieren) bekommen einen Anteil von **12,1%**!

Die Gesamtkapitalrendite von BASF 2014 betrug (wie oben erwähnt) 7,22%; weil aber fast der gesamte Gewinn auf die Eigenkapitalgeber entfällt, die nur ein gutes Drittel der Bilanzsumme in Form von Eigenkapital beigesteuert haben, liegt die Eigenkapitalrendite bei satten 18,3%.

Nur kann man sich diese Eigenkapitalrendite leider nicht kaufen, weil BASF-Aktien nicht für ihren "Eigenkapitalgehalt" im Handel sind: Bei einem Buchwert pro Aktie von 30,1 € und einem Aktienkurs von derzeit 92 € muss man an der Börse *das Dreifache des Eigenkapitalanteils* bezahlen, der von einer Aktie repräsentiert wird (also ein KBV von 3).

Dadurch schrumpft die tatsächliche "Kapitalrendite" der Aktie (= Gewinn pro Aktie geteilt durch Aktienkurs) auf nur noch ca. 6% – oder umgerechnet ein KGV von etwa 16 (denn das KGV ist ja der Kehrwert dieser "Kapitalrendite").

Dieser Fremdkapitalhebel funktioniert dann am besten, wenn die Differenz zwischen der Eigenkapitalrendite und der Fremdkapitalrendite besonders groß ist.

Das aktuell niedrige Zinsniveau ist also gut für die Aktionäre, weil dadurch BASF günstiger Kredite aufnehmen kann – die Aktionäre müssen derzeit einen besonders kleinen Teil ihres Gewinns an die Anleihen-Halter abtreten.

**Colin:** Gibt es auch Firmen, bei denen der Gewinn mit mehr FK quasi exponentiell wächst (bis zu einem gewissen Grad) ?

Der Gewinn *des Unternehmens* schrumpft durch das Fremdkapital, wie Du gerade gesehen hast. Aber der *Gewinn pro Aktie* steigt durch das Fremdkapital (solange die Fremdkapitalrendite niedriger ist als die Eigenkapitalrendite – und nur dann macht Fremdkapital wirklich Sinn).

Der Gewinn pro Aktie lässt sich tatsächlich fast beliebig steigern, *indem das Unternehmen immer mehr eigene Aktien zurückkauft* und dadurch sein Eigenkapital immer weiter reduziert.

Würde IBM (das ist ein realistischeres Beispiel als BASF) die Hälfte seiner Aktien zurückkaufen, dann würde sich der Gewinn pro Aktie natürlich verdoppeln, ohne dass das Unternehmen tatsächlich mehr realen Gewinn erzielt.

Irgendwann würde der Eigenkapitalanteil in der Bilanz auf Null sinken oder sogar negativ werden – und ja, es gibt durchaus [weltbekannte Konzerne mit negativem Eigenkapital](#).

## **4.2 Die Auswirkung von Leitzinserhöhungen auf den Aktienmarkt 2002-2008**

**Dividenden-Sammler:** NowIn3D, Erich und Günter Paul sind der Meinung, das es besser wäre diesen Monat nicht abzustimmen bzw. nicht zu kaufen.

Nachdem Du [während der Korrektur im Oktober 2014 Dein Kauftempo erhöht hast](#), würde ich mich diesem Vorschlag anschließen (insbesondere angesichts der angebotenen Liste von Aktien, auch wenn eine davon immer noch einen "Gier"-Wert von fast genau +4% hat; mein aktueller Lieblings-BlueChip hat es *diesmal* leider nicht auf die Vorschlagsliste geschafft, trotz robuster "8+3" für ein aktuelles KGV sogar leicht unterhalb seines historischen Durchschnittswertes).

Und ich höre schon die Stimmen rufen: "Wehret den Anfängen – Markttiming ist böse!"

Unser Konto ist seit dieser Woche wieder auf Null (wir hatten im Oktober über den Daumen gepeilt alle bis in den Januar zu erwartenden Zinsen und Dividenden mit angelegt, wobei uns zuletzt die stornierte und nachträglich geänderte LVMH/Hermes-Besteuerung dazwischen funkte; dieser Wertpapierkredit ist inzwischen getilgt).

b) Normalerweise reagieren die Märkte aber mit einer Verzögerung auf steigende Zinsen. Entweder 6-9 Monate oder nach 3-4 Erhöhungen. Das bedeutet, dass die Kurse noch eine ganze Weile steigen könnten. Also JETZT im Februar KAUFEN!

Nach dem Platzen der Internet-Blase senkte die US-Zentralbank den Leitzins in den Jahren 2002 und 2003 in 14 Schritten zu je 0,25% bzw. 0,5% von 6,25% auf 1,00%, um die einbrechende Wirtschaft wieder zu stimulieren.

Ende 2003 war bekannt, dass der Leitzins ab Mitte 2004 bereits wieder erhöht werden sollte. Im Juni 2004 begann die Fed mit einer Serie von Erhöhungen des Leitzinses in **17 Schritten** zu je 0,25% von 1,00% bis auf 5,25% im Juni 2006.

In diesen 30 Monaten von der Verkündung der Zinswende in den USA von Ende 2003 bis zur letzten Leitzinserhöhung Mitte 2006 **stieg** der S&P 500 nach anfänglicher Seitwärtsbewegung von 1.110 auf 1.270 Punkte (+14%).

Mit Leitzinsen auf dem Niveau von 5,25% **stieg** der S&P 500 in den darauffolgenden 15 Monaten noch um weitere +23% auf sein damaliges Allzeithoch von 1.565 Punkten im Oktober 2007.

Genau auf diesem Gipfel der damaligen Immobilienblase begann die Fed damit, den Leitzins wieder drastisch zu senken.

Das war ein Jahr vor der Lehman-Pleite – aber schon zu spät, um die Finanzkrise noch aufzuhalten.

### **4.3 Währungsrisiken bei Aktieninvestments (WPF)**

Ich möchte an dieser Stelle versuchen, zu beschreiben, warum ein Unternehmen überhaupt ein Währungsrisiko hat und welchen *quantitativen* Einfluss dieses auf den *Wert des Unternehmens* hat. Basierend auf diesen Überlegungen möchte ich das Währungsrisiko eines Euro- und eines Dollar-Investors in derselben Aktie einander gegenüber stellen.

Um konkrete Berechnungen durchzuführen, muss auch ich einige Annahmen treffen; diese bitte ich zu überprüfen und ggf. zu widerlegen.

- Wir betrachten ein *langfristiges Aktien-Investment in einem hinreichend liquiden Titel*. Deshalb gehe ich davon aus, dass die Märkte grundsätzlich effizient sind und dass Arbitrage funktioniert.
- Ich nehme die Position eines *Value-Investors* ein. Diesen halte ich langfristig für denjenigen, der den Kurs des Titels überwiegend beeinflussen wird. Auf chartorientierte Investoren werde ich in einer Fußnote eingehen.

Los geht's.

Wir betrachten ein fiktives Unternehmen, das aber ein reales Unternehmen sein könnte. Dieses Unternehmen sei zu je 50% in Euroland und den USA tätig und erziele deshalb seine Cash-Flows und Gewinne zu je 50% in beiden Märkten und beiden Währungen. Das Unternehmen könnte McDonald's heißen; es könnte auch Volkswagen heißen; ich mache bewusst *keine Aussage über seine "Heimatswährung" und seine Börsenlistings*. Ich mache auch *keine Aussage darüber, in welcher Währung das Unternehmen bilanziert* (weiter unten werde ich kommentieren, wieso).

Das Unternehmen verwende einen *Natural Hedge von 100%*, d. h. es habe in jedem seiner Teilmärkte die kompletten Einnahmen und Ausgaben jeweils in der lokalen Währung (dies werde ich später noch kommentieren); dafür verwende es einen Währungs-Hedge von 0% für die erzielten Gewinne (auch dies werde ich später noch kommentieren).

Das Unternehmen habe *stabile, aber nicht wachsende Gewinne* und sei demzufolge *bewertet mit einem KGV von 10*. Dies sei der entscheidende Faktor für den Value Investor: Er will sein Geld mit

10% verzinst haben und geht deshalb das Risiko eines Aktien-Investments ein. (Die Dividendenrendite soll dabei keine Rolle spielen, da nicht ausgeschüttete Gewinne den Unternehmenswert erhöhen bzw. für Aktienrückkäufe oder Schuldentilgung eingesetzt werden; Geldverbrennung durch misslungene Übernahmen schließen wir in diesem Modell aus, weil dies mit dem Thema des Währungsrisiko nichts zu tun hat.)

Zum Zeitpunkt des Kaufs der entsprechenden Aktie sei das Währungspaar 1 Euro = 1,40 US-Dollar. Der **Aktienkurs** habe zum Zeitpunkt des Kaufes **100 Euro** bzw. **140 Dollar** betragen, je nachdem, an welcher Börse das Papier gekauft wurde.

Zum Zeitpunkt der Betrachtung des Anlageerfolges sei das Währungspaar 1 Euro = 1,20 US-Dollar. An dieser Stelle kommt der erste Gedanke, den ich so im bisherigen Diskussionsverlauf noch nicht gesehen habe. Ich stelle hiermit die Frage: **Wo steht der Aktienkurs jetzt?** Darüber wurden nämlich bisher Annahmen getroffen, ohne diese zu begründen.

Eine Annahme muss ich an dieser Stelle selbst treffen: Der Markt sei effizient und *preise keine weitere Währungsveränderung in der nächsten Zeit mit ein*. Das Währungsverhältnis von 1,20 werde vom Markt also als "vernünftig" angesichts der aktuellen (gegenüber dem vorherigen Verhältnis anscheinend veränderten) Gegebenheiten angesehen.

Das Unternehmen wird über sein KGV von 10 bewertet. Es erzielt **50% seiner Gewinne im Euro-Raum**; zum Zeitpunkt des Kaufs waren dies **5 Euro pro Aktie und Jahr**, und aufgrund des 100% Natural Hedge haben wir keinen Grund zur Annahme, dies habe sich geändert. Es erzielt **50% seiner Gewinne im Dollar-Raum**; zum Zeitpunkt des Kaufs waren dies **7 Dollar pro Aktie und Jahr**, und aufgrund des 100% Natural Hedge haben wir keinen Grund zur Annahme, dies habe sich geändert. Einen reinen Währungshedge des Unternehmens haben wir ausgeschlossen. Kontrollrechnung: Beim Kauf waren 7 Dollar gleich 5 Euro, das Unternehmen hat also 5 Euro in Europa und 5 Euro in den USA verdient, macht zusammen 10 Euro, also ein KGV von 10 bei einem Aktienpreis von 100 Euro. Analoge Rechnung in Dollar führt zu  $7 + 7 = 14$  Dollar Gewinn pro Aktie und Jahr und zu einem Aktienkurs von 140 Dollar. So weit, so gut.

Inzwischen ist aber der Euro auf 1,20 Dollar gesunken. **Was bewirkt dies für den Wert des Unternehmens?**

- Blickwinkel: Der Euro-Investor rechnet: Gewinne in Europa betragen weiterhin 5 Euro pro Aktie und Jahr, Gewinne in den USA betragen 7 Dollar pro Aktie und Jahr, die nun zu einem Kurs von 1,20 Dollar pro Euro in 5,83 Euro umgetauscht werden, um in Euro zu bilanzieren. Das Unternehmen verdient nun also  $5,00 \text{ Euro} + 5,83 \text{ Euro} = \mathbf{10,83 \text{ Euro pro Aktie und Jahr}}$ . Wenn ich das Unternehmen immer noch mit einem KGV von 10 bewerte, dann muss sein fairer Wert bei einem **Aktienkurs von 108,33 Euro** liegen, weil der Gewinn des Unternehmens von 10,00 auf 10,83 Euro gestiegen ist.
- Blickwinkel: Der Dollar-Investor rechnet: Gewinne in den USA betragen weiterhin 7 Dollar pro Aktie und Jahr, Gewinne in Europa betragen 5 Euro pro Aktie und Jahr, die nun zu einem Kurs von 1,20 Dollar pro Euro in 6,00 Dollar umgetauscht werden, um in Dollar zu bilanzieren. Das Unternehmen verdient nun also  $7,00 \text{ Dollar} + 6,00 \text{ Dollar} = \mathbf{13,00 \text{ Dollar pro Aktie und Jahr}}$ . Wenn ich das Unternehmen immer noch mit einem KGV von 10 bewerte, dann muss sein fairer Wert bei einem **Aktienkurs von 130,00 Dollar** liegen, weil der Gewinn des Unternehmens von 14,00 auf 13,00 Dollar gesunken ist.

Der Kurs des Unternehmens *muss sich also in beiden Währungen ändern*, wenn sich das Währungsverhältnis geändert hat, weil wir effiziente Märkte unterstellt haben. Alle hiervon abweichenden Szenarien können zu keinem plausiblen Ergebnis führen. Und  $108,33 \text{ Euro} * 1,20 = 130 \text{ Dollar}$  - bingo.

Nun wird auch klar, wieso ich keine Aussage darüber gemacht haben, in welcher Währung das Unternehmen bilanziert. Das spielt nämlich in der obigen Rechnung gar keine Rolle. Entscheidend sind für den KGV-orientierten Investor allein die Gewinne, die in den beiden Währungsräumen

erzielt wurden; da diese jeweils 50% des Unternehmensgewinns ausmachen, bietet die Aktie einen Hebel von 0,5 auf das Verhältnis zwischen Euro und Dollar, egal wo und in welcher Währung sie notiert. Durch den Anstieg des Dollars um  $(140 / 120) - 1 = 16,66\%$  hat der Euro-Investor einen Gewinn von 8,33% gemacht; durch den Rückgang des Euro um  $1 - (120 / 140) = 14,28\%$  hat der Dollar-Investor einen Verlust von 7,14% gemacht. *Beide Investoren unterliegen einem Währungsrisiko!* Das ist der Grund, weshalb ich auch die Währung des Heimat-Listings verschwiegen habe. Denn diese taucht in der gesamten Rechnung nicht auf - und es gibt auch keinen Grund dafür. **(EDIT: Währungs-Prozent-Rechnung korrigiert)**

Meine Schlussfolgerungen basierend auf den obigen Ausführungen sind:

- *Selbst ein Investment in eine deutsche Aktie, die in Euro notiert und bilanziert, birgt immer noch ein Währungsrisiko für den Euro-Investor; wie hoch dieses ist, hängt davon ab, welche Gewinne in welchen Währungsräumen das Unternehmen erzielt.* Denn diese Gewinne ändern sich bei einer Änderung des Währungsverhältnisses mit, und damit die Bewertung des Unternehmens insgesamt.
- Die Währung, in der ein Investment bei irgendwelchen Börsenlistings denominiert ist, spielt für den Wert des Unternehmens keine Rolle - und damit auch keine Rolle für den Anlageerfolg des Value-Investors, wenn wir langfristig effiziente Märkte unterstellen.

Hätten wir dem Unternehmen erlaubt, seine Gewinne zu *100% erfolgreich und in der richtigen Richtung zu hedgen*, dann würde das Unternehmen in beiden Fällen Währungsgewinne gemacht haben, und zwar *in beiden Fällen gleich hohe Gewinne*. Für jeden Prozentwert zwischen 0% und 100% Währungs-Hedge trifft dies gleichermaßen zu; der Währungs-Hedge reduziert den Hebel des Währungsrisikos, aber kein Unternehmen verwendet einen Hedge von 100%. Deshalb habe ich den Währungs-Hedge in der obigen Rechnung vernachlässigt.

Es gibt allerdings ein Argument, das die "Heimattörse" und die dortige Währung in eine besondere Position versetzt: Bei den meisten Unternehmen denkt der größte Teil der Investoren in dieser Währung. Daher ist die Unternehmensleitung daran interessiert, ihr Hedging an den Bedürfnissen dieser Investorenmehrheit auszurichten. Würde ein Unternehmen tatsächlich einen Währungshedge von 100% gegenüber seiner Heimatwährung vornehmen, dann wäre das Währungsrisiko gegenüber dieser Währung gleich Null. Bei großen, international diversifizierten Unternehmen macht es aber nicht genug Sinn, Währungshedge in hohen Prozentzahlen zu betreiben. Und da inzwischen angloamerikanische Investoren einen hohen Anteil an den DAX-Unternehmen besitzen, wäre es auch unrealistisch, anzunehmen, dass die DAX-Unternehmen ihre Cash Flows zu 100% für den Euro hedgen - das würden ihre amerikanischen Großinvestoren ihnen schnell ausreden. Umgekehrt sollte Fresenius Medical Care sein erhebliches Dollar-Risiko in Richtung Euro hedgen, um die Anforderungen des Großaktionärs Fresenius zu erfüllen.

Würden wir auch die Anforderung des 100-prozentigen Natural Hedge weglassen, dann müssten wir im vorherigen Absatz "Gewinne" durch "**Cash Flows**" ersetzen. Dann wären wir bei der (allgemeineren und korrekteren) Aussage von Stairway im Startposting dieses Threads; diese zu veranschaulichen war der Sinn des vorliegenden Postings. In diesem Fall ist auch ein Währungshebel von deutlich mehr als 1 möglich, beispielsweise bei deutschen Automobilherstellern, die überwiegend im Euro-Markt produzieren bzw. Modelle entwickeln, aber überwiegend auf dem Dollar-Markt (inklusive Asien) ihre Einnahmen erzielen. Solche Unternehmen sind dann tatsächlich auf eine hohe Hedge-Quote angewiesen.

Da im vorliegenden Thread auch **Anleihen** als Beispiel genannt worden, ein Wort auch über diese: Ich bin durchaus der Meinung, dass man Aktien und Anleihen bezüglich des Währungsrisikos einheitlich behandeln kann und sogar muss. Denn wenn ich eine Aktie über ihr KGV bewerte, dann ist sie für mich in erster Linie ein Zahlungsverprechen, also de facto eine Anleihe mit unendlicher Laufzeit. Die Anleihe entspricht dann dem Zahlungsstrom eines Unternehmens mit 100% seiner

Cash Flows im Währungsraum der Anleihen-Denomination; mein Währungsrisiko sollte bei einer amerikanischen Staatsanleihe genauso hoch sein wie bei der Aktie eines amerikanischen Eisenbahnkonzerns (der vermutlich ebenfalls 100% seiner Cash Flows in US-Dollar haben wird, im Gegensatz zu McDonald's).

Abschließend die versprochene Fußnote zu den **chartorientierten Investoren**. Der Heimatmarkt weist natürlich eine Besonderheit auf: Er ist in den meisten Fällen der liquideste Markt, und damit meiner Meinung nach sowohl derjenige mit der geringsten Ineffizienz als auch derjenige, in dessen Referenzwährung ein Chartanalyse-Artikel wahrscheinlich die meisten Leser und Investoren finden wird. Wenn ich mich mit Chartanalyse beschäftigen würde, dann würde ich als den zugrunde liegenden Chart immer denjenigen der liquidesten Börsen verwenden (also wahrscheinlich denjenigen am "Heimatmarkt") und Aussagen über Chart-Formationen in anderen Währungen vernachlässigen. Einen Chart von McDonald's in Euro zu analysieren halte ich daher für sinnlos, denn diejenigen Marktteilnehmer, die tatsächlich so denken, argumentieren zum größten Teil mit dem Chart in Dollar. Und wenn Chartanalyse eine Vorhersage des Herdentriebes ist, dann muss ich die größte Herde betrachten und nicht diejenige, die ich zufällig am besten sehen kann.

#### 4.4 Währungsrisiken für Unternehmen am Beispiel des japanischen Yen

##### dividendenwachstum:

Warum führt ein EURUSD Kurs von 1,18 zu deinem Schluss mehr in Europa zu suchen?

Ich nehme an, weil du erwartest, dass der Kurs wieder deutlich über 1,18 steigen wird?

Als langfristiger Investor kann man denke ich zu jedem Wechselkurs in die aktuell günstigsten Aktien einsteigen.

Ich zumindest kann die Dollarentwicklung nicht voraussagen, sonst würde ich das natürlich aggressiv traden. Daher hab ich mir ein Mindset zugelegt, dass der Wechselkurs keine Rolle spielen sollte

Also "keine Rolle spielen" tun die Währungsrelationen grundsätzlich nicht.

Sie spielen allerdings eine unterschiedlich starke Rolle bei unterschiedlichen Unternehmen:

1. Für in Dollar bilanzierende Unternehmen, die überwiegend oder womöglich sogar ausschließlich im Dollar-Raum operieren (= produzieren und Erlöse erzielen), ist der Dollar-Anstieg operativ neutral.

Solche Aktien (Beispiele: Verizon, Kraft Foods) sollte man behandeln wie Anleihen in Dollar, also die Währungsänderung als direkten Faktor für die Rendite des Investments mit einplanen.

2. Für in Dollar bilanzierende Unternehmen, die große Teile ihrer Geschäfte außerhalb des Dollarraums durchführen, wird der Gewinn *dieser* Geschäfte durch einen steigenden Dollarkurs abgewertet – und dadurch der Gewinn pro Aktie (in Dollar) sinken.

Solche Aktien (Beispiele: Coca-Cola, Philip Morris International) *können* dadurch eine versteckte Bewertungsblase ausbilden, also ein Dollar-Risiko in sich aufsaugen, das erst mit Verzögerung in der Bilanz erscheint.

3. Für in Euro bilanzierende Unternehmen, die große Teile ihrer Geschäfte im Dollarraum durchführen, wird der Gewinn *dieser* Geschäfte durch einen steigenden Dollarkurs aufgewertet – und dadurch der Gewinn pro Aktie (in Euro) steigen.

Solche Aktien (Beispiele: Daimler, SAP) *können* dadurch eine versteckte Unterbewertung ausbilden, also eine Dollar-Chance in sich aufsaugen, die erst mit Verzögerung in der Bilanz erscheint.

4. Für in Euro bilanzierende Unternehmen, die den überwiegenden Teil ihrer Geschäfte im Euroraum durchführen, ist ein steigender Dollarkurs weitgehend irrelevant – also insbesondere auch

*keine Kaufgelegenheit.*

Hinzu kommt ein mögliches Ungleichgewicht der Währungsraum-Anteile zwischen Produktion und Umsatz: Wird beispielsweise überwiegend im Euroraum produziert, aber überwiegend im Dollarraum verkauft, dann verursacht ein steigender Dollar einen Standortvorteil gegenüber Konkurrenten, die im Dollarraum produzieren (und durch den starken Dollar eine versteckte Lohnerhöhung hinnehmen müssen); dadurch kann insbesondere die Umsatzmarge eines Unternehmens steigen oder alternativ dazu das Unternehmen in die Lage versetzt werden, die Konkurrenz aus dem Dollarraum zu unterbieten und dadurch Marktanteile zu gewinnen.

Umgekehrt kann ein starker Anstieg der Währung im Produktionsraum die Wettbewerbsfähigkeit eines ganzen Landes zerstören.

Drastisches Beispiel hierfür in der jüngeren Vergangenheit ist (nein, nicht Griechenland, sondern) Japan, das nach seinem [Regierungswechsel 2009](#) die Politik seiner Zentralbank änderte und eine [starke Aufwertung des japanischen Yen](#) zuließ.

Wer nun glaubt, dass dies dem Wert japanischer Aktien genutzt hat, sieht sich getäuscht: [Der Nikkei225 kroch vier Jahre lang auf dem Niveau der Krise 2008/09 seitwärts](#), während der Yen immer stärker aufwertete (insbesondere *nach* dem Unglück von Fukushima!).

Insbesondere der Exportindustrie (Elektronik!) ging es verheerend schlecht (Milliardenverluste) – der Kurs der Sony-Aktie *in Euro (!)* [notierte Ende 2011 auf dem Krisen-Niveau von 2008](#), und das nach über 60% Aufwertung des Yen!

[Bei den Neuwahlen 2012 kehrte die LDP an die Regierung zurück](#) und begann mit den [Abenomics](#), die insbesondere eine [ultralockere Geldpolitik](#) beinhalten. Seitdem ist der Yen gegenüber dem (selbst schwachen!) Euro um ein Drittel in seinem Wert gefallen, aber der Nikkei hat sich im selben Zeitraum verdoppelt – und die Aktienkurse japanischer Exportunternehmen sind *in Euro (!)* deutlich gestiegen (Sony um +150%, Toyota um +100%).

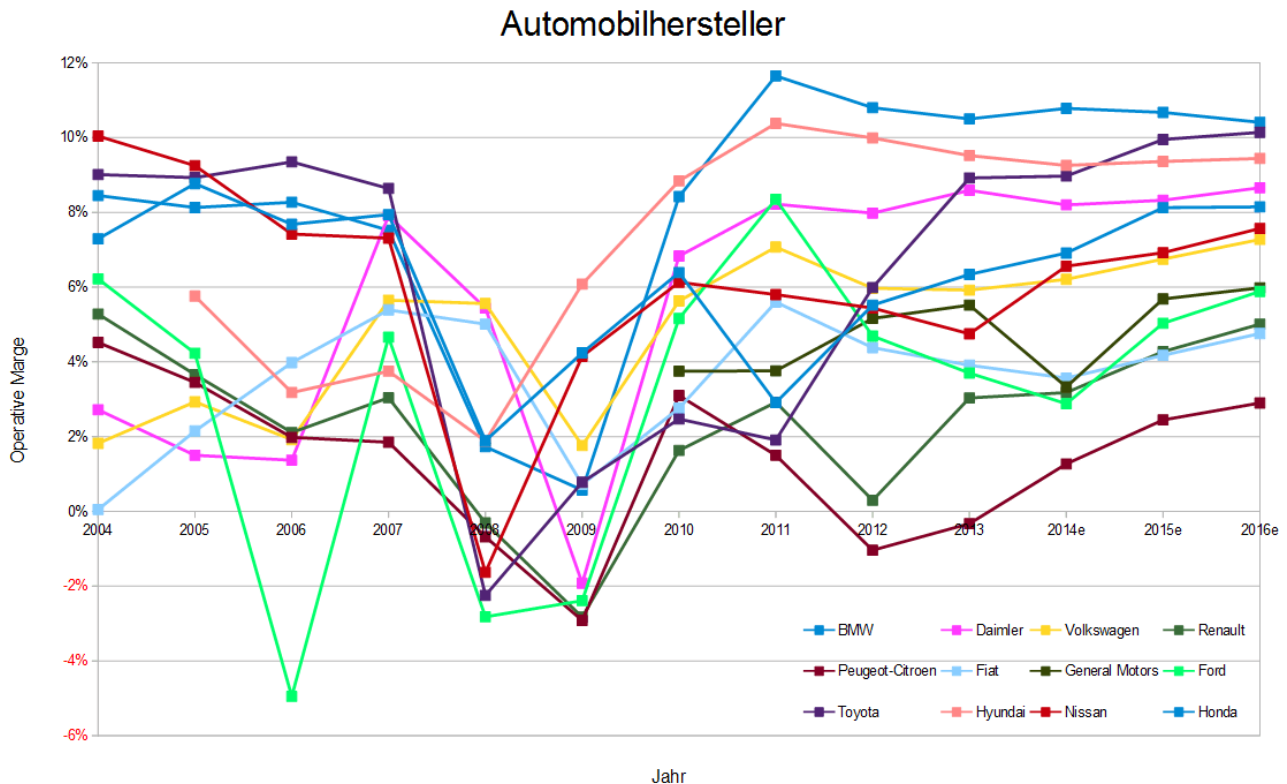
Das exakte Gegenteil geschah bei der Eisenbahnlinie [Nishi-Nippon Railroad](#), die offensichtlich ein reinrassiger Inlandswert ist, dem Währungsrelationen vergleichsweise egal sind (wobei ein starker Yen in diesem Fall noch die sicherlich erforderlichen Energie-Importe verbilligt haben dürfte). Diese Aktie litt *nicht* unter der Aufwertung des Yen und [konnte ihren Kurs in Euro bis 2012 fast verdoppeln, bevor er nach dem erneuten Regierungswechsel zusammen mit dem Yen um ein Drittel fiel](#); sie verhielt sich also ähnlich wie eine Anleihe in japanischen Yen (= “Typ 4.” aus der Aufzählung weiter oben in diesem Text).

Der Hebel, den das Schwanken der operativen Marge durch Wettbewerbsvor- bzw. Nachteile ausmacht, *kann* also im Einzelfall um ein Vielfaches höher sein als die Schwankung der Währung selbst.

Deshalb muss man sich bei jeder Reaktion auf Währungsverhältnisse sehr genau die Bilanzen der betreffenden Unternehmen ansehen, um nicht *das Gegenteil dessen zu bewirken, was man eigentlich tun möchte*.

## 5 Branchen:

### 5.1 Automobilhersteller



<http://i2.wp.com/dividenden-sammler.de/wp-content/uploads/2014/10/Operative-Marge-Automobilhersteller-2004-2016e.png>

### 5.2 Versicherungen

K B V	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Allianz	122%	132%	132%	139%	101%	98%	91%	75%	89%	119%
Münchener Rück	103%	109%	115%	116%	109%	97%	94%	74%	90%	111%
Hannover Rück	136%	139%	146%	114%	96%	107%	107%	93%	117%	128%
Talanx	<i>Börsengang 2012</i>								63%	76%
AXA	133%	151%	136%	124%	88%	82%	58%	49%	59%	92%
Scor	<i>keine Daten verfügbar</i>					83%	82%	79%	82%	77%
Zurich Insurance	96%	141%	179%	168%	146%	112%	120%	106%	115%	133%
Swiss Re	128%	105%	107%	111%	128%	66%	74%	67%	79%	103%
Aegon	87%	97%	101%	99%	52%	42%	34%	23%	32%	59%
ING Groep	190%	176%	194%	160%	55%	37%	60%	43%	48%	82%
Ass. Generali	341%	270%	280%	295%	243%	176%	126%	117%	108%	135%
Prudential	225%	253%	312%	284%	203%	282%	212%	179%	214%	244%
AFLAC	265%	292%	272%	346%	323%	258%	240%	149%	156%	210%
MetLife	130%	128%	131%	128%	117%	87%	90%	55%	56%	98%
Am. Int. Group	211%	186%	183%	158%	<b>8% verstaatlicht</b>			42%	69%	74%

Datenquelle: Godmode Trader

<http://dividenden-sammler.de/wp-content/uploads/2014/04/Versicherungen-nach-KBV.png>

### 5.3 Werbeagenturen

Das Internet ist voll von Angeboten, die für die Besucher aus der “Im Web ist alles umsonst-Generation” unentgeltlich sein sollen, also entweder über Werbung oder/und über das Einsammeln und Auswerten von Besucherdaten finanziert werden müssen.

Ich sehe daher nicht, dass ausgerechnet das Internet der Werbebranche schaden würde.

Eher sehe ich da sogar potenzielle Synergien zwischen den Internet-Riesen und den Werbeagenturen entstehen: Beide besitzen etwas, das der jeweilige Partner gut brauchen kann. Der Bereich “Digital” (der seit 2009 separat ausgewiesen wird) ist sogar der Wachstumstreiber in der Bilanz von Publicis, im Wesentlichen aufgrund von Zukäufen in diesem Sektor.

Ich sehe das Werbegeschäft stark vereinfacht in drei (zyklisch miteinander verbundene) Bereiche unterteilt

(tatsächlich ist es viel komplizierter – die Werbekonzerne bestehen aus Dutzenden spezialisierter Tochterunternehmen):

Phase 1: Entwurf von Werbung

Irgendwer muss eine Idee für eine Werbekampagne entwickeln (welches Image soll das Produkt haben, welche Symbolik bringt die Botschaft am besten rüber; zudem will man die Aufmerksamkeit der Zuschauer durch eine spannende bzw. witzige Handlung erregen), die Drehbücher für die Spots schreiben und diese anschließend produzieren (und dafür die passenden Darsteller casten, die gerade entsprechend hohe Sympathiewerte bei der angepeilten Zielgruppe haben und zum Image des Produkts passen könnten).

Für Printwerbung gilt dasselbe in abgespeckter Form.

Phase 2: Platzierung von Werbung in den Medien

Die Werbeagentur erhält einen Etat pro Kampagne und hat die Aufgabe, diesen “sinnvoll zu verbraten”; dabei verdient sie Gebühren, ähnlich wie ein Fondsmanager.

(Deshalb gibt es in den Bilanzen der Werbeagenturen zwei unterschiedliche “Umsatz”-Begriffe: Der eine beschreibt den Umsatz sämtlicher Projekte, der andere – und sehr viel kleinere – lediglich denjenigen Umsatz, der am Ende tatsächlich bei der Werbeagentur hängen bleibt.)

Dies ist eine administrative Dienstleistung für die eigentlichen Werbekunden, die gar nicht das Know-How haben, mit unzähligen Medienunternehmen im Detail Preise und Platzierungen der Werbung auszuhandeln.

Phase 3: Erfolgskontrolle

Solche Abteilungen (grob mit “Marktforschung” umschrieben) haben die großen Werbeagenturen inzwischen intern; es gibt diese Branche aber auch separat (weltweiter Marktführer ist Nielsen, im deutschen SDAX gibt es die GfK als vergleichsweise kleinen Vertreter der Zukunft).

Deren Ergebnisse fließen als Feedback zurück in Phase 1, womit die Schleife geschlossen ist (und die Grundlage für den nächsten Auftrag gelegt 🤪).

Hinzu kommen diverse Aktivitäten, die wir als “Public Relations” bezeichnen würden.

Und neben der reinen Werbung gibt es noch andere Kontaktmöglichkeiten zum Kunden – erwähnt sei hier beispielsweise das Konzept der Bonuspunkte.

WPP plc scheint darüber hinaus auch noch Lobbying als Dienstleistung zu betreiben, aber da bin ich nicht in die Details eingestiegen, weil meine Entscheidung für Publicis (wieder ein Franzose...) bereits feststand.

Wobei die “Gier”-Differenz zwischen beiden Unternehmen derzeit gar nicht nicht groß ist.

Den Ausschlag ergab eher eine Summe von kleinen Unterschieden bei “weichen Faktoren”.

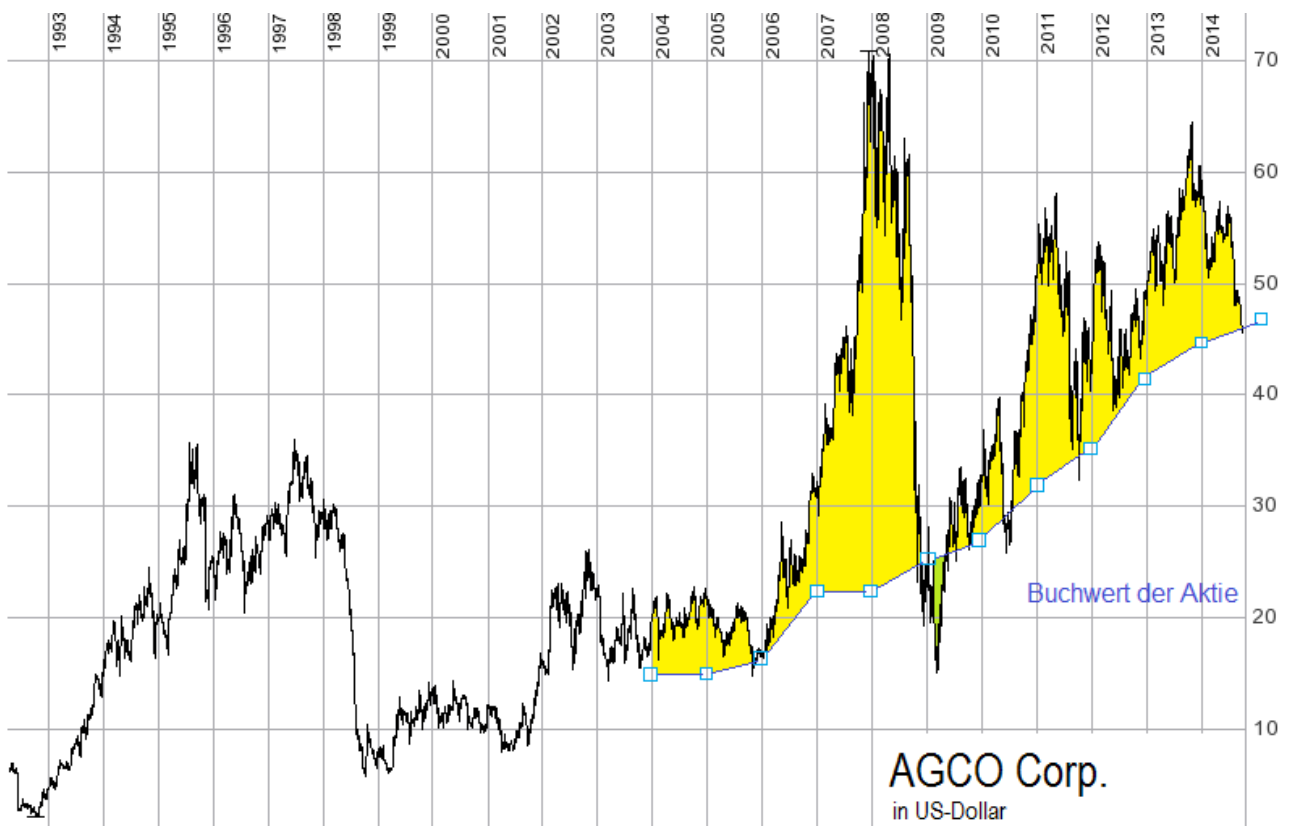
Publicis erwirtschaftet zwei Drittel seines operativen Gewinns auf dem amerikanischen Kontinent. Das wirtschaftlich schwächelnde Frankreich wird in der Bilanz nicht mehr separat ausgewiesen, dürfte aber heute bei nur noch ca. 10% Anteil liegen; ein Bewertungsabschlag gegenüber der Peer Group allein aus diesem Grund ist also nicht gerechtfertigt.

Publicis nennt als eine seiner “Herausforderungen” eine angemessene Reaktion auf den politischen Wandel in China, wo ein durch staatliche Investitionen getriebenes Wachstum durch auf privatem Konsum basierendes Wachstum abgelöst werden soll – das könnte ein neuer Schubgeber für die Werbebranche werden.

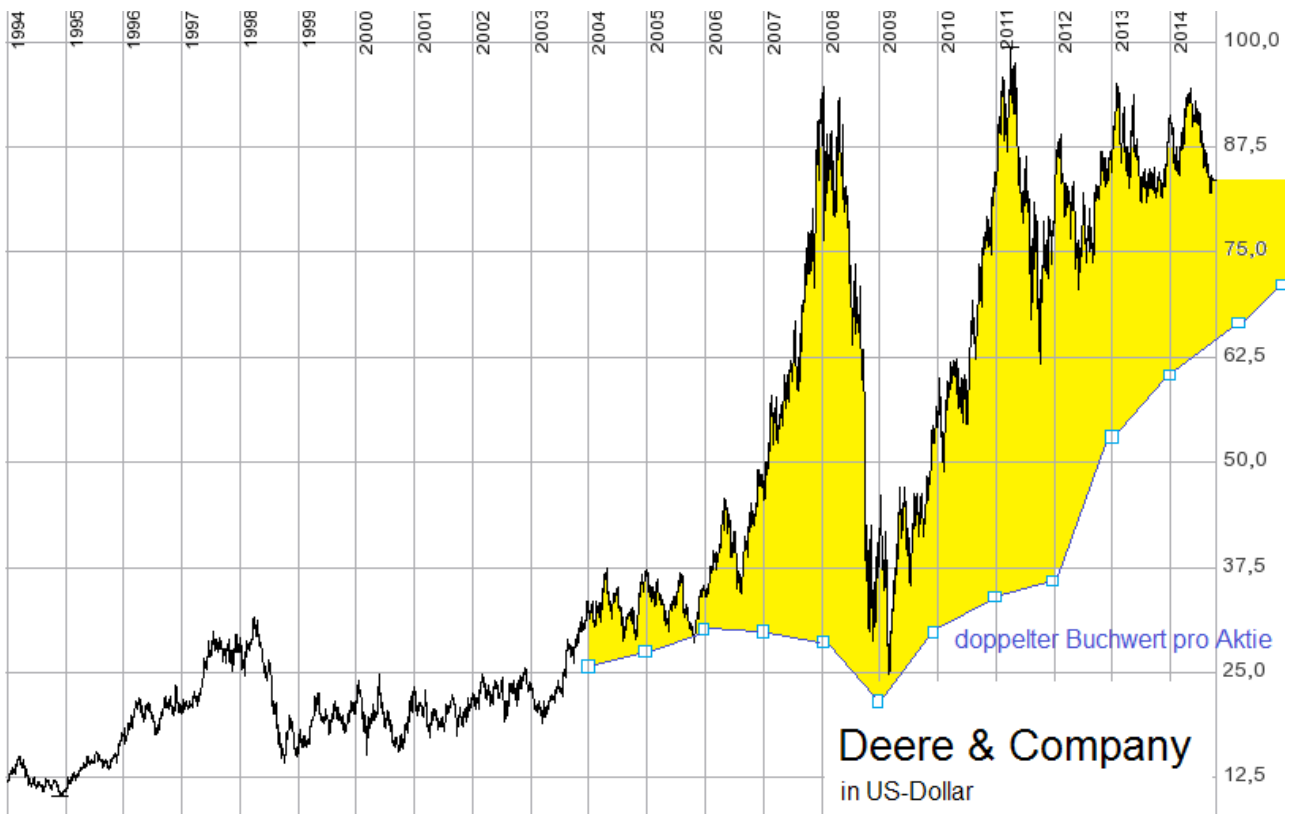
Omnicom und Interpublic Group, die beiden großen US-Wettbewerber, waren zur Jahrtausendwende noch Weltmarktführer und verlieren seitdem Marktanteile an die Europäer. Dentsū spielt nach der Übernahme der Aegis Group plc (2013) in der ersten Liga mit, ist mir aber viel zu teuer.

## 6 Unternehmen:

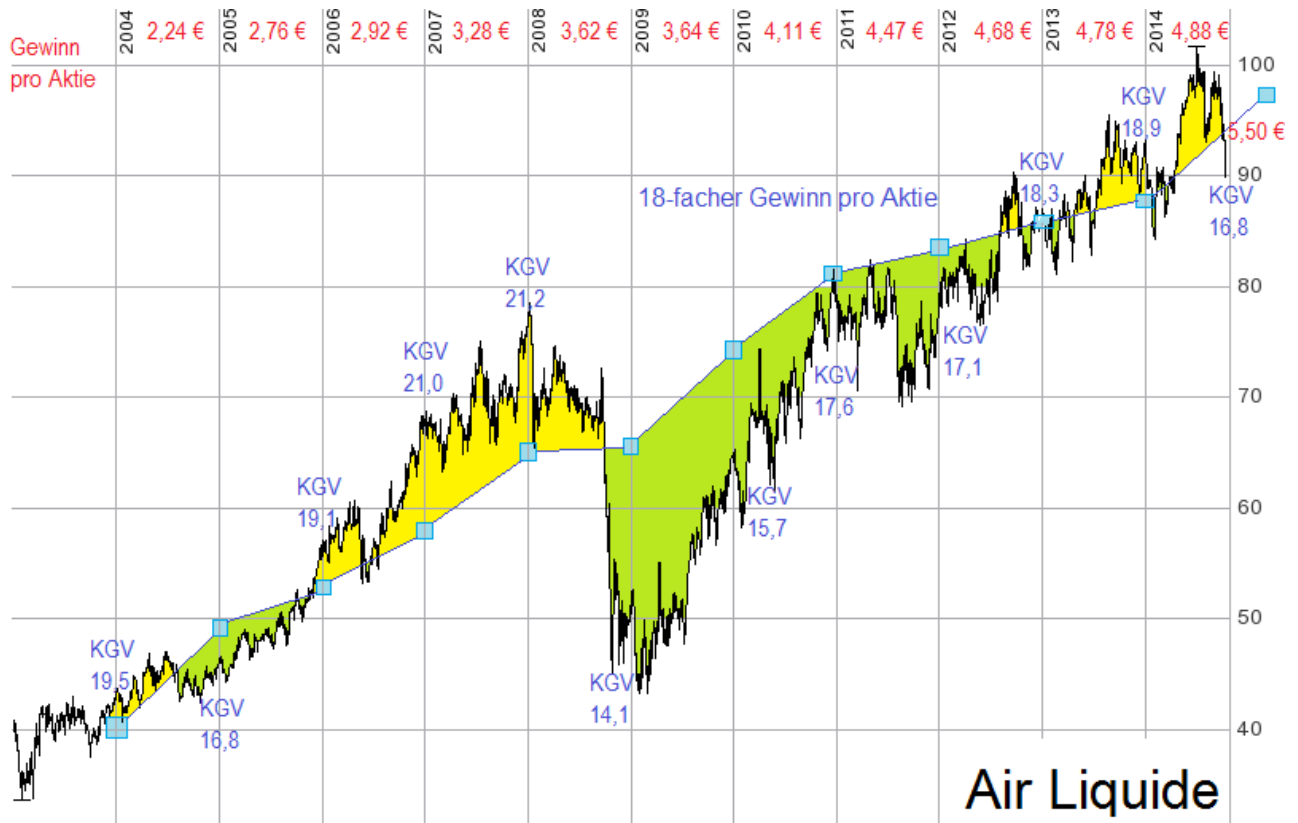
### 6.1 AGCO



## 6.2 Deere



## 6.3 Air Liquide

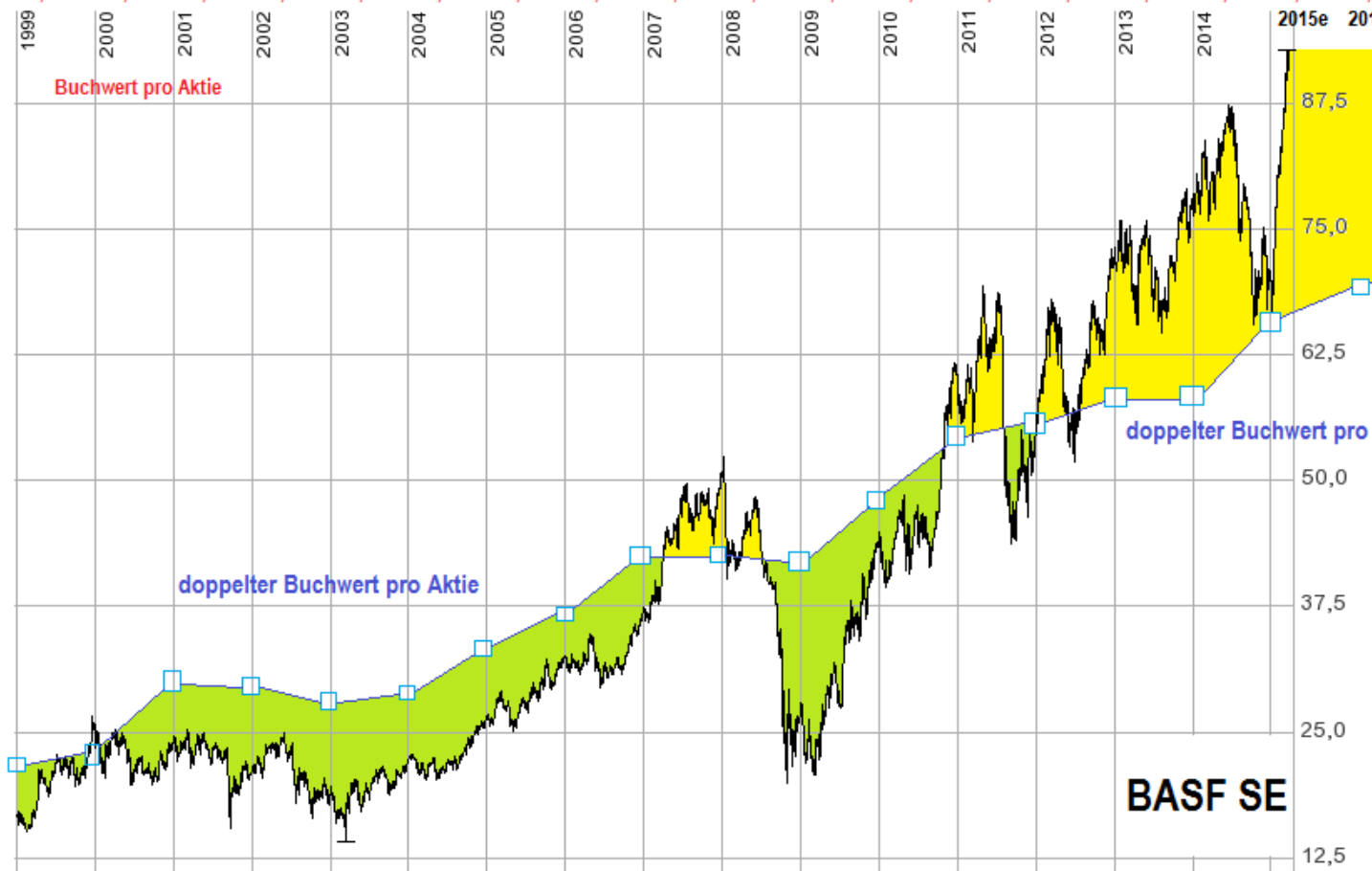


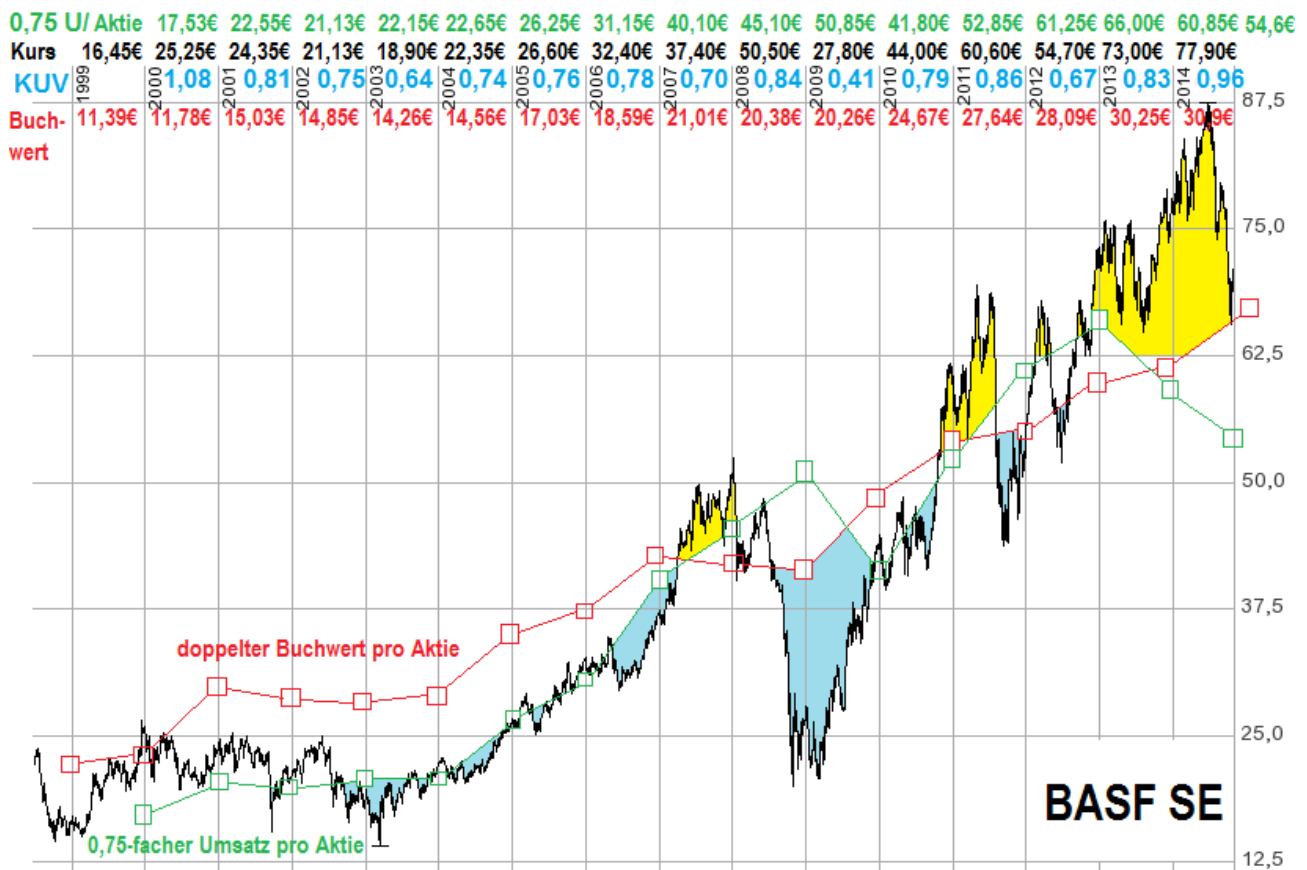
## 6.4 BASF und BASF

RastaMann: Natürlich ist eine BASF aktuell nicht mehr so ganz preiswert, trotz allem lieber Karl solltest du nie vergessen die 3,04% in Relation zum Aktuellen Zinssatz für den deutschen Sparer in Höhe von 0,5-1%setzten

Und warum nicht in Relation zu 2,5% Rendite für zehnjähriges Festgeld mit staatlicher Einlagensicherung?

11,39 € 11,78 € 15,03 € 14,85 € 14,26 € 14,56 € 17,03 € 18,59 € 21,01 € 20,38 € 20,26 € 24,67 € 27,64 € 28,09 € 30,25 € 30,1 € 32,1 € 34,...





## 6.5 Blackrock Inc.

BlackRock Inc. (das gerne mit seinem ehemaligen Mutterkonzern, der Blackstone Group, verwechselt wird) hat mit Berkshire Hathaway genau *nichts* zu tun:

- \* Berkshire investiert das Geld seiner *Aktionäre*.
- \* BlackRock investiert das Geld seiner *Kunden*.

Bei Berkshire Hathaway *fiel* der Gewinn in 2008 um -62%.

Im Krisenjahr 2009 hat BlackRock seinen Gewinn pro Aktie um +3% *gesteigert* (der Umsatz ging um -7% zurück, die Marge war aber höher als 2007).

Der Rückgang beim Nettogewinn in 2008 (trotz deutlichem Anstieg von operativem Gewinn und Marge) liegt an einem einmaligen Anstieg des *Unternehmenssteuersatzes* von 25% auf 38% (aktuell sind wir wieder bei 26%, genau wie vor 10 Jahren).

Und ansonsten ist der Gewinn pro Aktie seit 2004 lückenlos gestiegen.

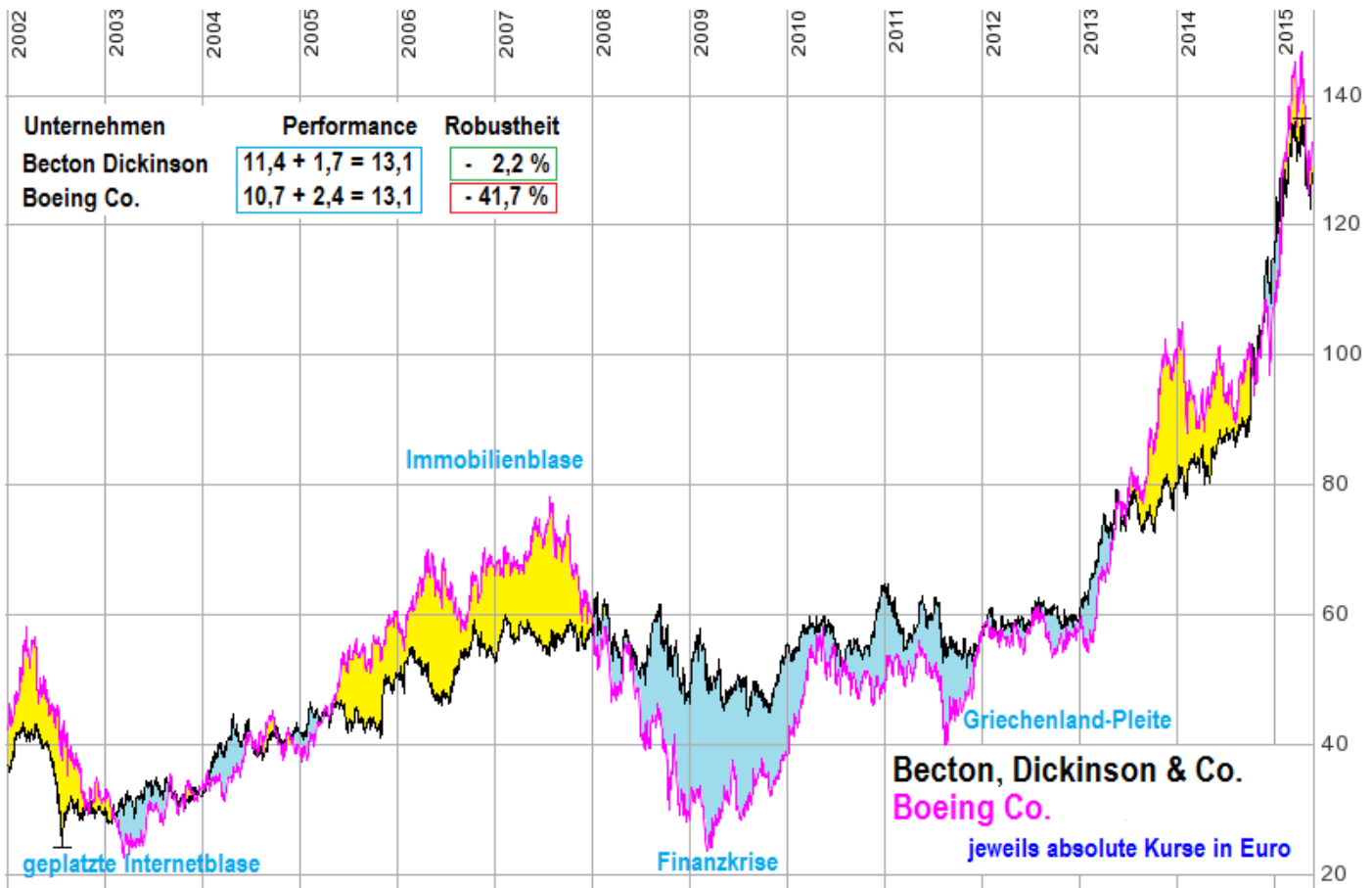
Das Unternehmen ist also *robuster* als Nestlé oder Coca-Cola.

Das hohe Gewinnwachstum im vergangenen Jahrzehnt liegt natürlich auch daran, dass BlackRock zunächst 2006 mit der Vermögensverwaltungssparte von Merrill Lynch fusionierte und anschließend wegen der Finanzkrise die einmalige Gelegenheit erhielt, das ETF-Geschäft iShares von Barclays zu übernehmen und dadurch zum klaren Weltmarktführer in diesem Bereich zu werden.

Seit diesen Transaktionen (die Umsatz und Gewinn von BlackRock vervierfachen – von der Verwässerung der Aktie um 40% bei der iShares-Übernahme ist durch Aktienrückkäufe bereits ein Drittel wieder aufgeholt) zeigt BlackRock aber auch genügend eigenes organisches Wachstum. Und dafür finde ich die Aktie nicht teuer.

## 6.6 Boeing

**Günter Paul:** Was ich dazukaufen würde wäre Cisco ,**Boeing** ,Airbus , , BASF und Diaego.



## 6.7 Cisco Systems

**Mountainbiker:** Das KGV höher als 20 ist in den Jahren 2008, 2009, 2005 und 2004. Wenn ich diese auf der Seite KGV lösche, fällt Cisco bei mir auf Platz 198. Fehlt da noch eine Bereinigung von Dir?

Abweichungen von 10 Punkten sind (z B. beim Überschreiten einer 5%-Grenze für das relative KGV) jederzeit möglich (allein schon wenn wir nicht identische aktuelle Aktienkurse verwenden oder nicht zum selben Zeitpunkt die 4-traders.com-Daten updaten).

Ich habe aber tatsächlich eine Bereinigung in den Cisco-Daten: EPS2011 = \$1,29 statt \$1,17 (das waren Restrukturierungskosten, insbesondere Abfindungen für die Entlassung von Mitarbeitern).

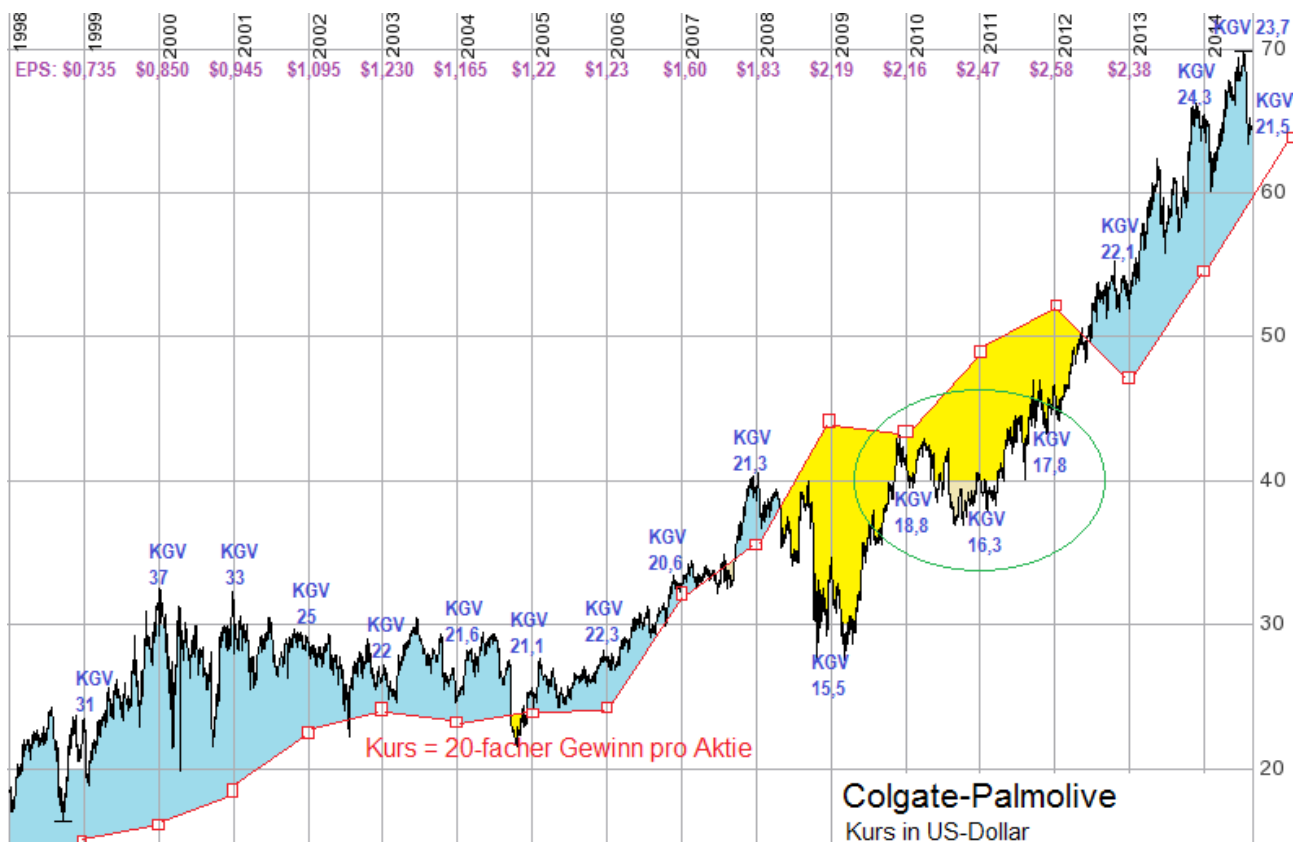
Zwei weitere kleine Bereinigungen (EPS2013: \$1,67 statt \$1,86, Steuergutschrift; EPS2014 = \$1,58 statt \$1,48, Schadensersatz für fehlerhafte Speicherkomponenten) hatte ich bisher selbst noch nicht ins Hamsterrad-Sheet eingetragen; beide wirken sich auf die Gesamtbewertung (aktuell: 179 Punkte mit 106% KGV) nicht aus.

[Link auf Bild](#)

CSCO	Produkte	Services	Umsatz	Produktkosten	Servicekosten	Oper.Gewinn	Research	Marketing	Administration	EBITDA	A										
1993			649	-211	32,4%	439	67,6%	-44	6,8%	-110	16,9%	-21	3,2%	264	40,6%						
1994			1.334	+106%	-451	33,8%	884	66,2%	-107	8,0%	-226	16,9%	-51	3,9%	500	37,5%					
1995			2.233	+67%	-743	33,3%	1.490	66,7%	-211	-96	13,7%	-400	17,9%	-85	3,8%	698	31,3%				
1996			4.096	+83%	-1.410	34,4%	2.686	65,6%	-399	9,7%	-726	17,7%	-160	3,9%	1.401	34,2%					
1997			6.452	+58%	-2.243	34,8%	4.209	65,2%	-702	-508	18,8%	-1.164	18,0%	-206	3,2%	1.629	25,2%				
1998			8.489	+32%	-2.924	34,4%	5.565	65,6%	-1.052	-594	19,4%	-1.579	18,6%	-247	2,9%	2.093	24,7%				
1999	11.092	91,1%	1.081	8,9%	12.173	+43%	-3.770	34,0%	-489	45,2%	7.914	65,0%	-1.663	-471	17,5%	-2.465	20,2%	-381	3,1%	2.934	24,1%
2000	17.002	89,8%	1.926	10,2%	18.928	+55%	-5.970	35,1%	-776	40,3%	12.182	64,4%	-2.704	-1.373	21,5%	-3.946	20,8%	-633	3,3%	3.526	18,6%
2001	19.559	87,7%	2.734	12,3%	22.293	+18%	-10.198	52,1%	-1.023	37,4%	11.072	49,7%	-3.922	-855	21,4%	-5.296	23,8%	-778	3,5%	221	1,0%
2002	15.669	82,8%	3.246	17,2%	18.915	###	-5.914	37,7%	-988	30,4%	12.013	63,5%	-3.448	-65	18,6%	-4.264	22,5%	-618	3,3%	3.618	19,1%
2003	15.565	82,5%	3.313	17,5%	18.878	-0,2%	-4.594	29,5%	-1.051	31,7%	13.233	70,1%	-3.135	-4	16,6%	-4.116	21,8%	-702	3,7%	5.276	27,9%
2004	18.550	84,1%	3.495	15,9%	22.045	+17%	-5.766	31,1%	-1.153	33,0%	15.126	68,6%	-3.192	-3	14,5%	-4.530	20,5%	-867	3,9%	6.534	29,6%
2005	20.853	84,1%	3.948	15,9%	24.801	+13%	-6.758	32,4%	-1.372	34,8%	16.671	67,2%	-3.322	-26	13,5%	-4.721	19,0%	-959	3,9%	7.643	30,8%
2006	23.917	84,0%	4.567	16,0%	28.484	+15%	-8.114	33,9%	-1.623	35,5%	18.747	65,8%	-4.067	-91	14,6%	-6.031	21,2%	-1.169	4,1%	7.389	25,9%
2007	29.462	84,4%	5.460	15,6%	34.922	+23%	-10.567	35,9%	-2.096	38,4%	22.259	63,7%	-4.598	-81	13,4%	-7.401	21,2%	-1.151	3,3%	9.028	25,9%
2008	33.099	83,7%	6.441	16,3%	39.540	+13%	-11.660	35,2%	-2.534	39,3%	25.346	64,1%	-5.325	-3	13,5%	-8.690	22,0%	-1.387	3,5%	9.941	25,1%
2009	29.131	80,7%	6.986	19,3%	36.117	-8,7%	-10.481	36,0%	-2.542	36,4%	23.094	63,9%	-5.208	-63	14,6%	-8.444	23,4%	-1.524	4,2%	7.855	21,7%
2010	32.420	81,0%	7.620	19,0%	40.040	+11%	-11.620	35,8%	-2.777	36,4%	25.643	64,0%	-5.273	13,2%	-8.782	21,9%	-1.933	4,8%	9.655	24,1%	
2011	34.526	79,9%	8.692	20,1%	43.218	+7,9%	-13.647	39,5%	-3.035	34,9%	26.536	61,4%	-5.823	13,5%	-9.812	22,7%	-1.908	4,4%	8.993	20,8%	
2012	36.326	78,9%	9.735	21,1%	46.061	+6,6%	-14.505	39,9%	-3.347	34,4%	28.209	61,2%	-5.488	11,9%	-9.647	20,9%	-2.322	5,0%	10.752	23,3%	
2013	38.029	78,2%	10.578	21,8%	48.607	+5,5%	-15.541	40,9%	-3.626	34,3%	29.440	60,6%	-5.942	12,2%	-9.538	19,6%	-2.264	4,7%	11.696	24,1%	
2014e	36.172	76,7%	10.970	23,3%	47.142	-3,0%	-15.641	43,2%	-3.732	34,0%	27.769	58,9%	-6.294	13,4%	-9.503	20,2%	-1.934	4,1%	10.038	21,3%	
2015e			48.815	+3,5%																	
2016e			50.835	+4,1%																	
2017e			53.565	+5,4%																	

2014: (- \$512 Mio. netto) Schadensersatz für Speicherkomponenten  
 2013: (+\$987 Mio. netto) Mehrere Steuergutschriften  
 2011: (- \$602 Mio. netto) Restrukturierungskosten  
 2004: (- \$567 Mio. netto) Abschreibung  
 2002/03: (- \$1278/\$693 Mio. netto) Abschreibung  
 2001: (- \$3400 Mio. brutto) Abschreibung

## 6.8 Colgate-Palmolive



## 6.9 Daimler AG

**Günter Paul:** Genauso ., Karl ,das ist der erste Gedanke , wenn man den Chart sieht...kann man tatsächlich mit Zyklikern machen...es ist wirklich im Nachhinein beeindruckend , welche Möglichkeiten da waren.

Die Schwierigkeit besteht darin, zu sehen, wo “unten” ist.

Tatsächlich ist das bei Daimler gar nicht so kompliziert:

- \* Entweder das Unternehmen verdient Geld, dann ist die Aktie teuer,
- \* oder das Unternehmen verdient kein Geld, dann kostet die Aktie knapp ihren Buchwert.

Nächstes Mal wird es die Aktie voraussichtlich nicht für 35 € geben (weil Daimler als Gesamtkonzern wächst und der Buchwert bereits deutlich über 35 € liegt) – aber vielleicht wieder für ein KBV von weniger als 1.

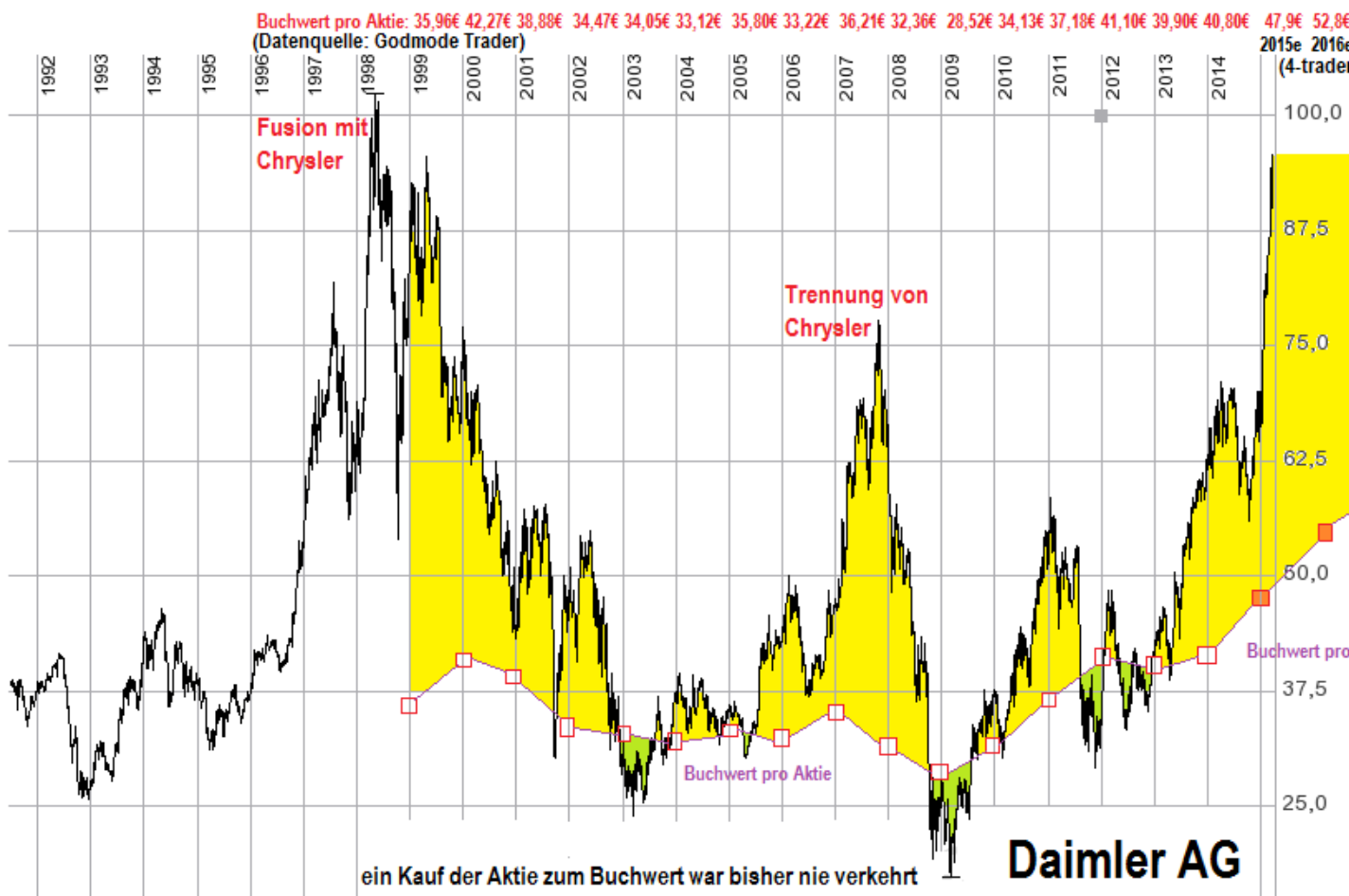
Der Buchwert von Daimler soll laut Analystenkonsens von 41 € (2014) auf 58 € (2017e) steigen (weil Daimler 7-8 € pro Aktie Gewinn machen, aber nur 3 € pro Aktie an Dividende ausschütten soll), doch selbst wenn dies eintreten sollte, wäre die Aktie (die vor einem halben Jahr kurzzeitig für 56 € im Angebot war) für aktuell 92 € keineswegs günstig.

Ein Anstieg des Buchwertes (in Form von Investitionen, aber auch einer Tilgung von Schulden) wäre auch durchaus angebracht, denn während der Umsatz des Konzerns seit 2008 von 96 Mrd. € auf 129 Mrd. € gestiegen ist, hat die Verschuldung im selben Zeitraum von 99 Mrd. € auf 145 Mrd. € zugelegt und die Eigenkapitalquote ist auf ausgesprochen dünne 23% gesunken; sollten die Zinsen irgendwann mal wieder ansteigen, dann könnte sich dieser hohe Kredithebel ziemlich verheerend auf den Gewinn des Konzerns auswirken.

(Dies gilt für die gesamte Branche: BMW und VW haben 25% Eigenkapitalquote, General Motors nur 20%, FiatChrysler und Ford jeweils knapp über 10%, Toyota vergleichsweise solide 35%. Die Automobilhersteller fahren einen ähnlich “heißen Reifen” wie vor der Finanzkrise E.On und RWE, die sich ebenfalls für “unkaputtbar” hielten.)

Gerade bei Unternehmen, deren Bewertung so oft um Faktor 2 schwankt, bietet sich “Value Investing” an.

Und wenn man die aktuelle (Schönwetter-)Bewertung (die keine Krise in den nächsten fünf Jahren vorsieht) als “normal” betrachtet (was sie nicht ist: Das durchschnittliche KGV von Daimler lag in den letzten 10 Jahren bei 9.6 – also beim aktuellen KGV2019e, d. h. die Aktie braucht eine Seitwärtsbewegung von vier Jahren, um nach einem Anstieg des Gewinns pro Aktie um insgesamt 33% wieder eine *historisch durchschnittliche* KGV-Bewertung zu haben – und sich danach in der nächsten Krise *trotzdem* wieder im Kurs zu halbieren), dann bekommt man bei KBV 0,9 tatsächlich “den Dollar für 50 Cent” angeboten.



## 6.10 Diageo

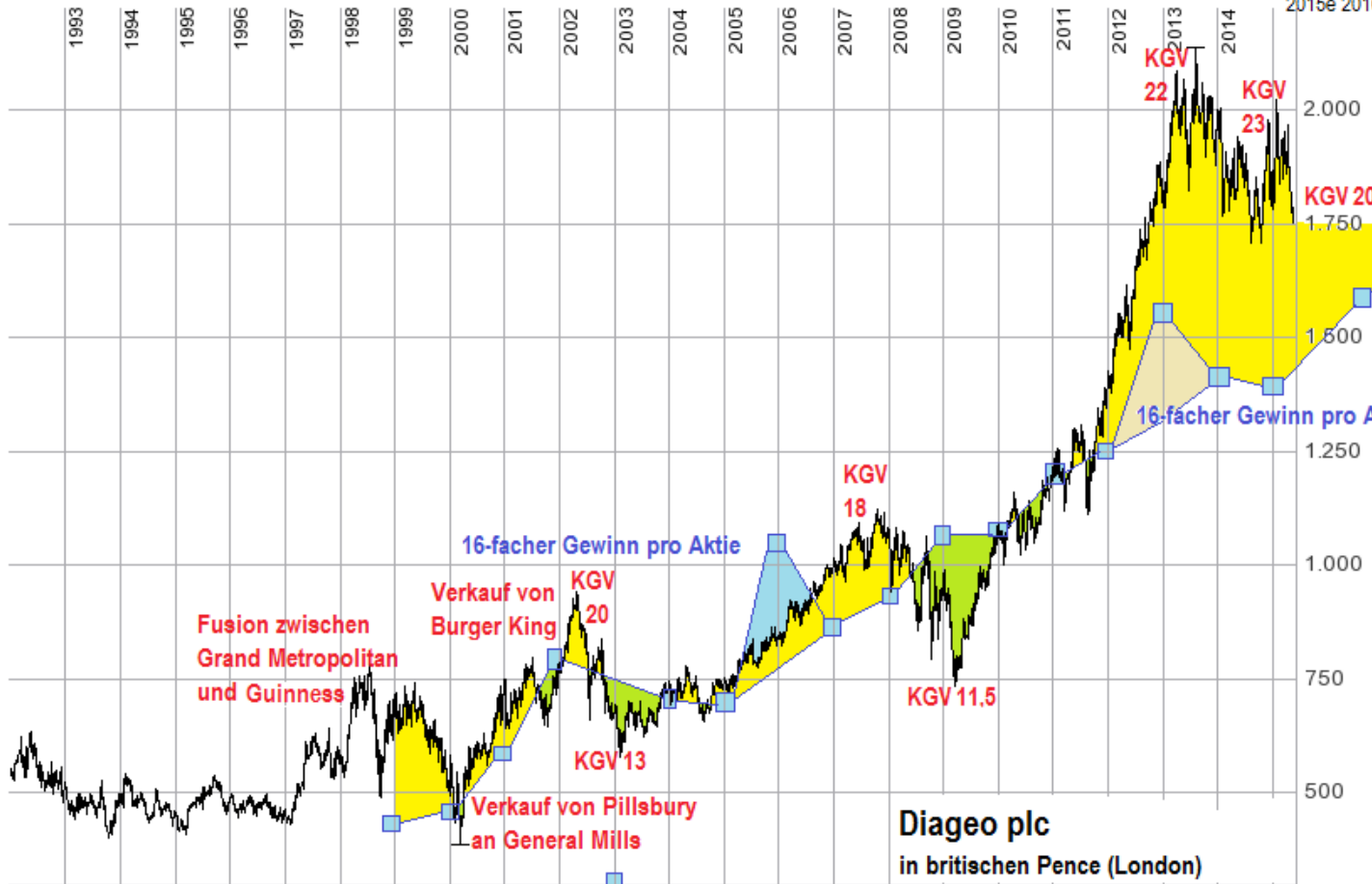
**Kantoke:** Seit einigen Wochen spiele ich mit dem Gedanken entweder SAB Miller oder Diageo zu kaufen

[Link auf Bild](#)

Dividende pro Aktie in GBP:

Gewinn pro Aktie in GBP:

0.20 0.21 0.22 0.24 0.26 0.28 0.30 0.31 0.33 0.34 0.36 0.38 0.40 0.44 0.47 0.52 0.54 0.5  
 0.27 0.29 0.36 0.49 0.02 0.46 0.46 0.67 0.55 0.59 0.65 0.66 0.76 0.78 0.99 0.89 0.88 0.9



## 6.11 Emerson Electric

Die Bilanz von Emerson war 2012-2014 jeweils von Sonderabschreibungen (Impairment) belastet, während die EBITDA-Marge in dieser Zeit weiter stieg (in erster Linie durch die immer weiter sinkenden Produktionskosten); das ist der Grund für den erwarteten Gewinnsprung in 2015e. Passend zur derzeit niedrigen Bewertung kauft Emerson in der jüngeren Vergangenheit auch verstärkt eigene Aktien zurück.

EMR	Umsatz	Produktion	Marketing&Research	EBITDA	Impairment	Other	EBIT	Marge	Zinsen	E B T	Marge	Steuern	Discont										
1992	7.706	-5.055	65,6%	-1.460	18,9%	1.191	15,5%	0	-56	1.135	14,7%	0	-91	1.044	13,5%	-381	33,6%	0					
1993	8.174	+6,1%	-5.290	64,7%	-1.607	19,7%	1.277	15,6%	0	-46	1.231	+8,5%	15,1%	0	-119	1.112	+6,5%	13,6%	-404	32,8%	0		
1994	8.607	+5,3%	-5.553	64,5%	-1.680	19,5%	1.375	16,0%	192	-50	1.516	+23%	17,6%	0	-89	1.428	+28%	16,6%	-523	34,5%	-116		
1995	10.013	+16%	-6.480	64,7%	-1.933	19,3%	1.599	16,0%	34	-63	1.571	+3,6%	15,7%	0	-111	1.460	+2,2%	14,6%	-531	33,8%	-21		
1996	11.150	+11%	-7.165	64,3%	-2.192	19,7%	1.793	16,1%	0	-57	1.736	+10,5%	15,6%	0	-127	1.609	+10,2%	14,4%	-591	34,0%	0		
1997	12.299	+10%	-7.866	64,0%	-2.451	19,9%	1.982	16,1%	0	-78	1.905	+9,7%	15,5%	0	-121	1.784	+10,9%	14,5%	-662	34,7%	0		
1998	13.447	+9,3%	-8.596	63,9%	-2.677	19,9%	2.175	16,2%	0	-100	2.075	+9,0%	15,4%	0	-152	1.924	+7,8%	14,3%	-695	33,5%	0		
1999	14.270	+6,1%	-9.194	64,4%	-2.770	19,4%	2.306	16,2%	0	-95	2.211	+6,5%	15,5%	0	-190	2.021	+5,1%	14,2%	-707	32,0%	0		
2000	15.545	+8,9%	-10.016	64,4%	-2.988	19,2%	2.541	16,3%	0	-75	2.466	+11,5%	15,9%	0	-288	2.178	+7,8%	14,0%	-756	30,7%	0		
2001	15.480	-0,4%	-10.119	65,4%	-3.082	19,9%	2.279	14,7%	0	-386	1.893	-23%	12,2%	0	-304	1.589	-27%	10,3%	-557	29,4%	0		
2002	13.824	-11%	-9.000	65,1%	-2.922	21,1%	1.902	13,8%	0	-104	1.798	-5,0%	13,0%	0	-233	1.565	-1,5%	11,3%	-505	28,1%	-938		
2003	13.958	+1,0%	-9.060	64,9%	-2.935	21,0%	1.963	14,1%	0	-318	1.645	-8,5%	11,8%	0	-231	1.414	-9,6%	10,1%	-401	24,4%	76		
2004	15.615	+12%	-10.049	64,4%	-3.281	21,0%	2.285	14,6%	0	-223	2.062	+25%	13,2%	24	-234	1.852	+31%	11,9%	-595	28,9%	0		
2005	17.305	+11%	-11.122	64,3%	-3.595	20,8%	2.588	15,0%	0	-230	2.358	+14,4%	13,6%	34	-243	2.149	+16,0%	12,4%	-727	30,8%	0		
2006	20.133	+16%	-12.965	64,4%	-4.099	20,4%	3.069	15,2%	0	-178	2.891	+23%	14,4%	18	-225	2.684	+25%	13,3%	-839	29,0%	0		
2007	22.572	+12%	-14.461	64,1%	-4.593	20,3%	3.518	15,6%	0	-183	3.335	+15,4%	14,8%	33	-261	3.107	+15,8%	13,8%	-971	29,1%	0		
2008	24.807	+9,9%	-15.668	63,2%	-5.057	20,4%	4.082	16,5%	0	-303	3.779	+13,3%	15,2%	56	-244	3.591	+15,6%	14,5%	-1.137	30,1%	-42		
2009	20.915	-16%	-13.216	63,2%	-4.532	21,7%	3.167	15,1%	0	-530	2.637	-30%	12,6%	24	-244	2.417	-33%	11,6%	-693	26,3%	0		
2010	21.039	+0,6%	-12.713	60,4%	-4.817	22,9%	3.509	16,7%	0	-369	3.140	+19,1%	14,9%	19	-280	2.879	+19,1%	13,7%	-848	27,0%	186		
2011	24.222	+15%	-14.665	60,5%	-5.328	22,0%	4.229	17,5%	-19	-356	3.854	+23%	15,9%	23	-246	3.631	+26%	15,0%	-1.127	29,2%	26		
2012	24.412	+0,8%	-14.644	60,0%	-5.436	22,3%	4.332	17,7%	-592	-401	3.339	-13,4%	13,7%	17	-241	3.115	-14,2%	12,8%	-1.091	32,7%	0		
2013	24.669	+1,1%	-14.717	59,7%	-5.648	22,9%	4.304	17,4%	-528	-362	3.414	+2,2%	13,8%	16	-234	3.196	+2,6%	13,0%	-1.130	33,1%	0		
2014	24.537	-0,5%	-14.379	58,6%	-5.715	23,3%	4.443	18,1%	-508	-393	3.542	+3,7%	14,4%	24	-218	3.348	+4,8%	13,6%	-1.164	32,9%	0		
2015e	24.909	+1,5%								4.408	+24%	17,7%											
2016e	25.891	+3,9%	2012	/ Impairment: Verkauf 51% von Artesyn						4.694	+6,5%	18,1%											
2017e	26.704	+3,1%	2013+14	/ Impairment: Verkauf European Power Business						4.872	+3,8%	18,2%											

2002/Discont: Änderung im Bilanzierungsverfahren

Emerson hat seine Schwerpunkte bei Industrieautomatisierung (vor allem für Produktionsanlagen, die mit Flüssigkeiten arbeiten), während United Technologies hauptsächlich Flugzeugteile und -motoren sowie Aufzüge herstellt; eine Schnittmenge haben beide Unternehmen nur im Bereich Klimatechnik, insofern ergänzen beide Aktien einander ganz gut.

	<b>Process Management</b> Mess-, Diagnose- und Steuertechnik für Produktionsprozesse von Flüssigkeiten			<b>Industrial Automation</b> Integrierte Lösungen für Produktionsprozesse			<b>Network Power</b> Zuverlässige Stromversorgung für Telekom-Netzwerke			<b>Climate Technologies</b> Klimatechnik und Kühlsysteme			<b>Commercial Residential Solutions</b> (bis 2009: Appliances, bis 2011: „Tools & Components“)												
	Instrumente, Ventile, Software, Dienstleistungen			Elektromotoren, Generatoren, Stromleitungen			Ausfallsicherheit, Überwachung, Beratung			Heizungen, Klimaanlageanlagen, Kühlbehälter			Regale, Rollwagen, Ventilatoren												
Jahr	Umsatz	op.Gewinn	Marge	Umsatz	op.Gewinn	Marge	Umsatz	op.Gewinn	Marge	Umsatz	op.Gewinn	Marge	Umsatz	op.Gewinn	Marge										
2002	3.396	23,9%	387	24,3%	11,4%	2.500	17,6%	297	18,7%	11,9%	2.465	17,4%	119	7,5%	4,8%	2.389	16,8%	333	20,9%	13,9%	3.437	24,2%	456	14,1%	13,1%
2003	3.394	23,6%	388	22,2%	11,4%	2.600	18,1%	330	18,8%	12,7%	2.316	16,1%	168	9,6%	7,3%	2.614	18,2%	386	22,0%	14,8%	3.453	24,0%	479	14,1%	13,1%
2004	3.703	23,1%	476	22,0%	12,9%	2.936	18,3%	391	18,1%	13,3%	2.692	16,8%	297	13,7%	11,0%	2.983	18,6%	467	21,6%	15,7%	3.749	23,3%	530	14,1%	13,1%
2005	4.200	23,6%	671	26,9%	16,0%	3.242	18,2%	464	18,6%	14,3%	3.317	18,6%	373	14,9%	11,2%	3.041	17,1%	453	18,2%	14,9%	4.008	22,5%	534	14,1%	13,1%
2006	4.875	23,5%	878	29,2%	18,0%	3.767	18,2%	569	18,9%	15,1%	4.350	21,0%	484	16,1%	11,1%	3.424	16,5%	523	17,4%	15,3%	4.313	20,8%	550	14,1%	13,1%
2007	5.699	24,6%	1.066	30,5%	18,7%	4.269	18,4%	665	19,0%	15,6%	5.150	22,2%	645	18,5%	12,5%	3.614	15,6%	538	15,4%	14,9%	4.447	19,2%	578	14,1%	13,1%
2008	6.652	26,1%	1.306	33,4%	19,6%	4.852	19,0%	727	18,6%	15,0%	6.312	24,8%	794	20,3%	12,6%	3.822	15,0%	551	14,1%	14,4%	3.861	15,1%	527	14,1%	13,1%
2009	6.233	29,0%	1.068	38,4%	17,1%	3.698	17,2%	354	12,7%	9,6%	5.359	24,9%	567	20,4%	10,6%	3.197	14,9%	397	14,3%	12,4%	3.029	14,1%	397	14,1%	13,1%
2010	6.022	27,8%	1.093	30,9%	18,2%	4.289	19,8%	591	16,7%	13,8%	5.828	26,9%	800	22,7%	13,7%	3.801	17,5%	691	19,6%	18,2%	1.755	8,1%	357	14,1%	13,1%
2011	7.000	28,1%	1.402	34,4%	20,0%	5.294	21,2%	830	20,4%	15,7%	6.811	27,3%	756	18,6%	11,1%	3.995	16,0%	709	17,4%	17,7%	1.837	7,4%	375	14,1%	13,1%
2012	7.899	31,4%	1.599	38,5%	20,2%	5.188	20,6%	871	21,0%	16,8%	6.399	25,5%	624	15,0%	9,8%	3.766	15,0%	668	16,1%	17,7%	1.877	7,5%	394	14,1%	13,1%
2013	8.610	33,9%	1.809	42,5%	21,0%	4.885	19,2%	777	18,2%	15,9%	6.155	24,2%	554	13,0%	9,0%	3.876	15,3%	716	16,8%	18,5%	1.865	7,3%	404	14,1%	13,1%
2014	9.189	36,3%	1.918	44,2%	20,9%	4.990	19,7%	802	18,5%	16,1%	5.073	20,1%	459	10,6%	9,0%	4.109	16,3%	737	17,0%	17,9%	1.924	7,6%	424	14,1%	13,1%
	2013: Kauf Virgo Valves 2013: Kauf Enardo LLC 2013: Kauf EGS Electrical 2009: Kauf Roxar ASA 2008: Verkauf Brooks Instruments 2007: Kauf Damcos Holding A/S 2006: Kauf Bristol Babcock 2005: Kauf Numatics 2002: Verkauf Daniel Valves 2001: Verkauf Xomox 2000: Verkauf Sweco			2010: Kauf SSB Wind GmbH 2009: Kauf Trident Power 2009: Kauf System Plast s.p.a. 2002: Verkauf Chromalox 2001: Joint Venture Camco			2013: Verkauf Artesyn 2012: Kauf Avtron Loadbank 2010: Kauf Chloride Group plc 2010: Kauf Avocent Corp. 2010: Verkauf LANDesk 2008: Kauf Motorola ECC 2007: Kauf Stratos International 2006: Kauf Artesyn 2006: Kauf Knürr AG 2004: Kauf Marconi PowerSys 2003: Verkauf Dura-Line 2002: Kauf Avansys (Huawei) 2000: Kauf Ericsson Energy			2012: Kauf „Marine controls“			2012: Verkauf Knaac 2011: Verkauf Heizel 2010: Verkauf Elektro 2005: Kauf Do+Able												

Was die geografische Verteilung der Umsätze angeht, da ist Emerson ein bereits stark globalisierter Konzern (nur noch 42% USA-Anteil, aber bereits 22% Asien-Anteil) mit den typischen Symptomen: Stagnation seit einem Jahrzehnt in Nordamerika und Europa, das Wachstum kommt nur noch aus Südamerika und Asien.  
(die unterste Zeile muss "2014" heißen, das Bilanzjahr endete bereits im September)

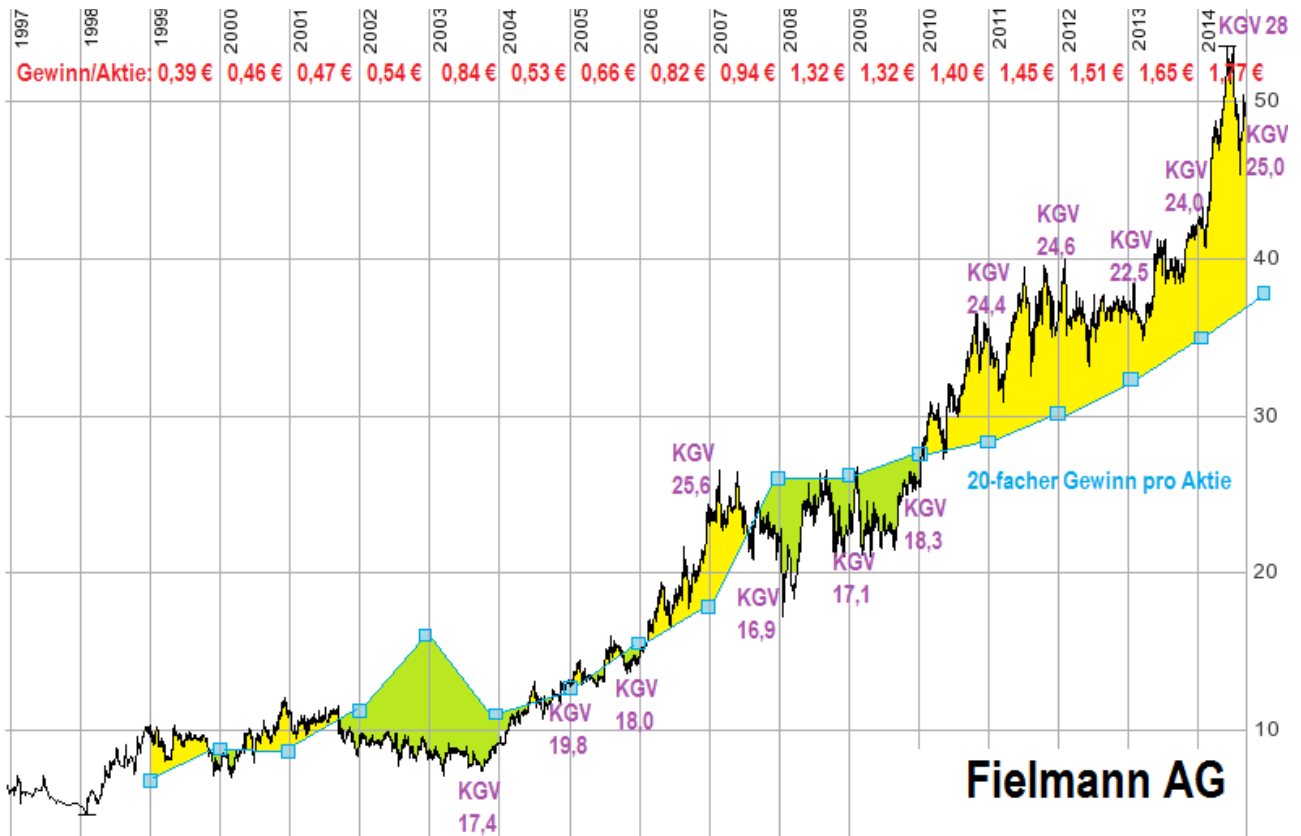
	USA		Kanada	Südamerika		Europa		China		Asien		Rest der Welt		Emerson		
Mio. \$	Umsatz			Umsatz		Umsatz		Umsatz		Umsatz		Umsatz		Umsatz		
1992	5.128	66,5%			2.075	26,9%						503	6,5%	7.706	100%	
1993	5.568	68,1%			1.948	23,8%						658	8,0%	8.174	100%	
1994	5.953	69,2%			1.933	22,5%						721	8,4%	8.607	100%	
1995	6.395	63,9%			2.668	26,6%						950	9,5%	10.013	100%	
1996	7.168	64,3%			2.919	26,2%						1.063	9,5%	11.150	100%	
1997	7.091	57,7%		402	3,3%	2.647	21,5%			1.328	10,8%	831	6,8%	12.299	100%	
1998	8.102	60,3%		484	3,6%	2.869	21,3%			1.096	8,2%	896	6,7%	13.447	100%	
1999	8.557	60,0%		458	3,2%	3.064	21,5%			1.211	8,5%	980	6,9%	14.270	100%	
2000	9.651	62,1%		545	3,5%	3.026	19,5%			1.256	8,1%	1.067	6,9%	15.545	100%	
2001	9.291	60,0%		670	4,3%	3.087	19,9%			1.412	9,1%	1.020	6,6%	15.480	100%	
2002	8.073	58,4%		525	3,8%	2.766	20,0%			1.563	11,3%	897	6,5%	13.824	100%	
2003	7.687	54,9%		487	3,5%	3.169	22,6%			1.712	12,2%	944	6,7%	13.999	100%	
2004	8.262	52,9%		533	3,4%	3.649	23,4%			2.085	13,4%	1.086	7,0%	15.615	100%	
2005	9.126	52,7%		670	3,9%	3.890	22,5%			2.370	13,7%	1.249	7,2%	17.305	100%	
2006	10.588	52,6%		857	4,3%	4.334	21,5%			2.920	14,5%	1.434	7,1%	20.133	100%	
2007	10.930	48,4%		1.012	4,5%	5.199	23,0%			3.678	16,3%	1.753	7,8%	22.572	100%	
2008	10.444	44,0%		1.180	5,0%	5.652	23,8%	2.229	9,4%	2.221	9,4%	2.025	8,5%	23.751	100%	
2009	8.686	43,2%	722	3,6%	1.004	5,0%	4.341	21,6%	2.306	11,5%	2.006	10,0%	1.037	5,2%	20.102	100%
2010	9.101	43,3%	722	3,4%	1.065	5,1%	4.309	20,5%	2.692	12,8%	2.166	10,3%	984	4,7%	21.039	100%
2011	9.900	40,9%	873	3,6%	1.319	5,4%	5.271	21,8%	3.079	12,7%	2.557	10,6%	1.223	5,0%	24.222	100%
2012	10.036	41,1%	944	3,9%	1.430	5,9%	4.946	20,3%	3.012	12,3%	2.778	11,4%	1.266	5,2%	24.412	100%
2013	10.000	40,5%	964	3,9%	1.555	6,3%	4.841	19,6%	3.122	12,7%	2.766	11,2%	1.421	5,8%	24.669	100%
2013	10.310	42,0%	952	3,9%	1.508	6,1%	4.815	19,6%	2.853	11,6%	2.630	10,7%	1.469	6,0%	24.537	100%

1999-2003:  
Argentinien-Krise

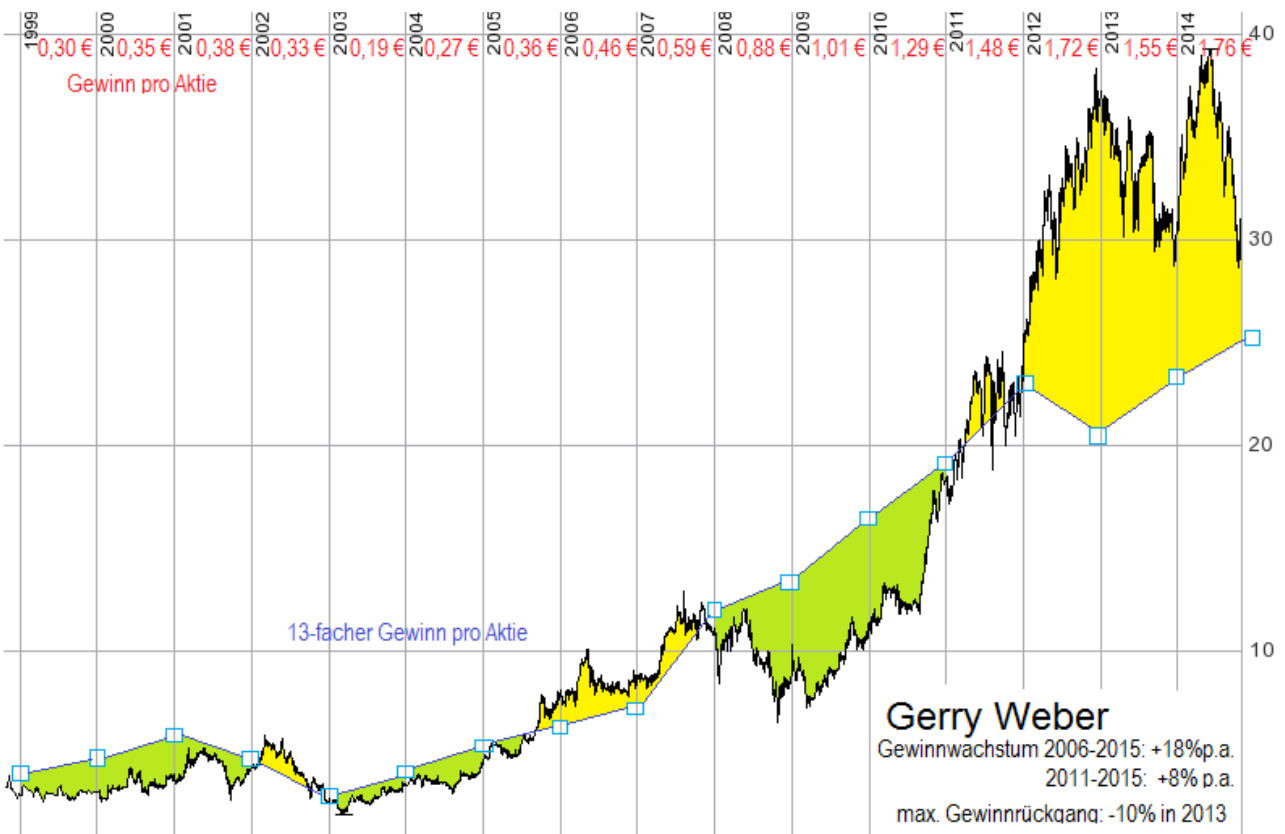
Bis 2007:  
inklusive China

Bis 2008:  
inklusive Kanada

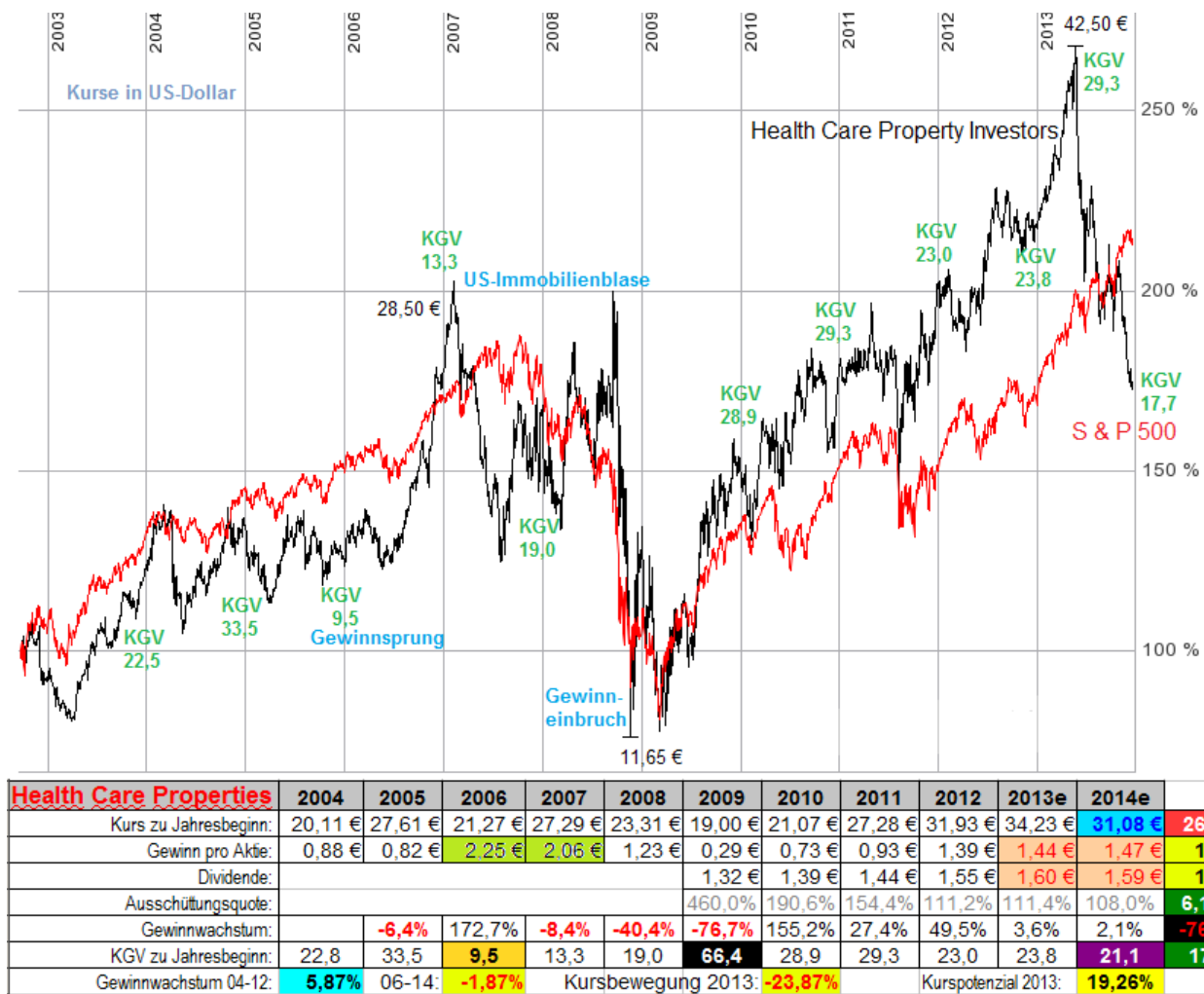
## 6.12 Fielmann



## 6.13 Gerry Weber



## 6.14 Health Care Properties



## 6.15 Intertek plc

**Dr. Dividend:** @karl: wie "ölrig" ist das Unternehmen denn deiner Meinung nach?

Ich könnte es nicht exakt beziffern.

Die [Liste der Dienstleistungen in diesem Bereich](#) ist ganz schön lang.

Aber von den fünf Geschäftsbereichen (über welche die Kundengruppen leider verstreut sind – "Öl" taucht sowohl bei "Industry" als auch bei "Commodities" und "Chemicals" auf) haben vier eine operative Marge zwischen 9% und 15%, während der fünfte ("Consumer Goods": Qualitätskontrolle, Schadstoffanalyse und Lieferketten für Nahrungsmittel, Textilien, Schuhe, Spielzeug und Einzelhandel) eine operative Marge von 33-35% aufweist; das ist die "cash cow" des Konzerns – und hat mit Öl gar nichts zu tun.

Auch die Sparte "Commercial & Electrical" (Sicherheit, Qualitätskontrolle und Zertifizierungen für Haushaltsgeräte, Unterhaltungselektronik, Beleuchtung, Kühlschränke, Heizungen, Gesundheitsprodukte und Transport) ist "öl-frei".

Beide zusammen steuern 51% des operativen Gewinns bei.

Und der Rest ist keineswegs nur Öl, sondern auch Bergbau, Bauwesen und Landwirtschaft (deren relative Größe ich leider nicht beziffern kann) sowie eine eigene (kleine) Sparte "Chemicals & Pharmaceuticals" (Gewinnbeitrag: 5%), die mit Ölförderung wenig zu tun haben dürfte (mit Ölprodukten hingegen eine ganze Menge).

Der einzige große Zukauf aus 2011 hat den “Commodities”-Bereich gestärkt und zum klar größten Bereich nach Umsatz gemacht – nicht jedoch nach Gewinn.

Leider hat Intertek anlässlich dieses Zukaufs die Struktur seiner Geschäftsbereiche geändert, was dazu führt, dass die Daten vor 2010 nicht mehr mit den heutigen Daten übereinstimmen (sehr lästig, weil es eine Beobachtung der langfristigen Entwicklung der Margen pro Geschäftsbereich verhindert).

Auch die Abschreibungen werden seit 2010 in der Bilanz anders verbucht (wegen des Umstiegs auf IFRS 3?), weshalb die EBITDA-Margen auf Konzernebene nicht mit früheren Jahren vergleichbar sind.

Von den öl-spezifischen Dienstleistungen (u. a. Tests von Schmierstoffen, Treibstoffen, Motoren etc.) betreffen zudem viele den Downstream-Bereich und dort wiederum eher Qualitätsaspekte, sollten also von einer bevorstehenden Reduzierung des reinen *Fördervolumens* nicht allzu sehr betroffen sein.

Ein paar Upstreaming-Bereiche sind natürlich auch dabei, etwa Projektmanagement, Beratung, Testverfahren und Eichung von Geräten für die Ölförderung (deshalb stehen auf der Kundenliste auch viele Ölmultis und einige Staatskonzerne). Das waren aber fast alles nur kleine Übernahmen (bis eben auf Moody in 2011 für 12% des heutigen Konzernwertes).

Ich habe mir sämtliche Übernahmen aus den Annual Reports seit 1996 herausgesucht und jeweils eine Zeile pro Kauf (inklusive Kaufpreis) aufgeschrieben; das ergibt fast zwei Seiten Papier und liefert einen guten Eindruck über die hohe Diversifikation des Geschäftsmodells (inklusive exotischer Sparten wie “Analysedienstleistungen für die Bienenzucht”, “Ballistische Tests für Schutzbekleidung”, “Krisenmanagement und Rückrufaktionen für Lebensmittel”, “ozeanographische Gutachten für Wind- und Gezeitenenergie” oder die Qualitätsprüfung der Wasserbehörde der niederländischen Provinz Limburg).

Neben vielen kleinen Labors, die Intertek übernimmt, finden sich bei den Akquisitionen übrigens auch einige Outsourcing-Aktionen von Labors großer Chemie-Konzerne: Halliburton (2005), Akzo Nobel (2006), DSM (2006), ICI (2007) und BASF (2010).

Dieser Outsourcing-Trend könnte der Branche noch eine Menge Übernahmeobjekte bescheren, denn ein auf diesen Bereich konzentrierter Großkonzern kann seine Mitarbeiter vermutlich besser auslasten als ein Betrieb, das in erster Linie produzieren will und das sich ständig ändernde Know-How über gesetzliche Vorschriften, Belastungstests, Zertifikate etc. nicht unbedingt selbst vorhalten möchte (vor allem für mittelständische Unternehmen wäre das eine Belastung, während Großkonzerne sich dafür eigene Abteilungen leisten könnten).

Ich finde die Branche u.a. deshalb spannend, weil die Vielfalt ihrer Kunden eine hohe Diversifikation des Geschäftsmodells praktisch erzwingt und damit eine gewisse Robustheit gegenüber Wirtschaftskrisen automatisch vorhanden ist – vielleicht sogar mehr als bei den Werbeagenturen.

In der Finanzkrise liegen mit 2008, 2009 und 2011 die drei Jahre mit den stärksten Umsatzzuwächsen des Unternehmens (jeweils über +20%) – allerdings gemessen in Britischen Pfund, deren Kurs 2008 stark abwertete, seitdem aber gegenüber dem Euro einiges an Boden gutmachte.

Zudem ziehen steigende Anforderungen an Produkte (etwa im Zuge eines verstärkten Verbraucherschutzes) zwangsläufig die entsprechenden Kontrollen und Zertifizierungsvorgänge nach sich, was der Branche hoffentlich auch in Zukunft immer neue Aufträge bescheren wird. Dass bei einem Dienstleister mit hochqualifiziertem Personal das Wachstum durch die begrenzte Anzahl hinreichend gut ausgebildeter Menschen nach oben begrenzt sein muss, ist mir bewusst – das Wachstum muss also zu einem gewissen Teil aus den Übernahmen kommen.

Bisher (d. h. seit 2006) wächst Intertek aber drei Mal so schnell, wie man dies allein durch die Reinvestition der einbehaltenen Gewinne erwarten würde (eine Dividende wird ja auch noch gezahlt).

Und die Eigenkapitalquote weist einen deutlichen Trend nach oben auf – mit einem Rücksetzer 2011 wegen der einzigen großen (kreditfinanzierten) Übernahme von Moody, wodurch die Anzahl

der Aktien praktisch konstant gehalten werden konnte (abgesehen von Boni an führende Mitarbeiter).

Die beiden “teureren Konkurrenten” sind übrigens – Überraschung! – aus [Frankreich](#) und [der Schweiz](#).

## 6.16 Johnson & Johnson

JNJ	Umsatz	Produktion	Administration	Forschung	EBIT	Marge	Zinsen	Other	Restruk	EBT	Marge	Steuern	Minor	Nettogewinn	Marge	Anzahl Aktien	Gewinn/Aktie	Dividende														
1993	14.138	-4.791	33,9%	-5.771	40,8%	-1.182	0	8,4%	2.394	16,9%	80	-126	-16	0	2.332	16,5%	-545	22,8%	0	1.787	12,6%	2.607,0	Mio.	\$0,69	\$0,2529	36,2%						
1994	15.734	+11%	-5.299	33,7%	-6.350	40,4%	-1.278	0	8,1%	2.807	+17,3%	17,8%	60	-142	-44	0	2.681	+15,0%	17,0%	-675	24,0%	0	2.006	+12,3%	12,7%	2.572,2	Mio.	-1,3%	\$0,78	+13,8%	\$0,2825	36,2%
1995	18.842	+20%	-6.235	33,1%	-7.462	39,6%	-1.634	0	8,7%	3.511	+25%	18,6%	115	-143	-166	0	3.317	+24%	17,6%	-914	26,0%	0	2.403	+19,8%	12,8%	2.583,8	Mio.	+0,3%	\$0,93	+19,3%	\$0,3200	34,4%
1996	21.620	+15%	-7.187	33,2%	-8.394	38,8%	-1.905	0	8,8%	4.134	+18%	19,1%	196	-176	-122	0	4.032	+22%	18,6%	-1.148	27,7%	0	2.886	+20%	13,3%	2.665,2	Mio.	+3,2%	\$1,08	+16,4%	\$0,3675	33,9%
1997	22.522	+4,2%	-7.355	32,7%	-8.215	36,5%	-2.386	-108	10,6%	4.458	+7,8%	19,8%	139	-125	-284	0	4.188	+3,9%	18,6%	-1.224	27,5%	0	2.964	+2,7%	13,2%	2.850,0	Mio.	+14%	\$0,97	-10,3%	\$0,4250	43,7%
1998	23.811	+5,7%	-7.711	32,4%	-8.595	36,1%	-2.538	-298	10,7%	4.669	+4,7%	19,6%	302	-186	-565	0	4.220	+0,8%	17,7%	-1.196	25,6%	0	3.024	+2,0%	12,7%	3.067,0	Mio.	+0,8%	\$0,99	+1,5%	\$0,4900	49,7%
1999	27.357	+15%	-8.559	31,3%	-10.182	37,2%	-2.821	0	10,3%	5.795	+24%	21,2%	266	-255	-119	0	5.687	+35%	20,8%	-1.554	26,8%	0	4.133	+37%	15,1%	3.090,4	Mio.	+0,8%	\$1,34	+36%	\$0,550	41,1%
2000	29.172	+6,6%	-8.987	30,8%	-10.673	36,6%	-3.186	-66	10,9%	6.258	+8,0%	21,5%	429	-204	94	0	6.577	+15,6%	22,5%	-1.813	29,0%	0	4.764	+15,3%	16,3%	3.075,2	Mio.	-0,5%	\$1,55	+15,8%	\$0,6200	40,0%
2001	32.317	+11%	-9.622	29,8%	-11.510	35,6%	-3.704	-105	11,5%	7.376	+17,9%	22,8%	456	-153	-185	0	7.494	+13,9%	23,2%	-2.089	28,3%	0	5.405	+13,5%	16,7%	3.089,2	Mio.	+0,5%	\$1,75	+12,9%	\$0,7000	40,0%
2002	36.298	+12%	-10.498	28,9%	-12.520	34,5%	-4.094	-189	11,3%	8.997	+22%	24,8%	256	-160	-294	0	8.799	+17,4%	24,2%	-2.522	28,0%	0	6.277	+16,1%	17,3%	3.049,1	Mio.	-1,3%	\$2,06	+17,7%	\$0,795	38,6%
2003	41.862	+15%	-12.231	29,2%	-14.463	34,5%	-4.834	-918	11,5%	9.416	+4,7%	22,5%	177	-207	-385	0	9.771	+11,0%	23,3%	-2.923	31,0%	0	6.848	9,1%	16,4%	2.995,1	Mio.	-1,8%	\$2,29	+11,1%	\$0,925	40,5%
2004	47.348	+13%	-13.474	28,5%	-16.174	34,2%	-5.344	-18	11,3%	12.338	+31%	26,1%	195	-187	-15	0	12.331	+26%	26,0%	-4.151	33,6%	0	8.180	+19,5%	17,3%	3.992,7	Mio.	-0,1%	\$2,73	+19,5%	\$1,095	40,1%
2005	50.514	+6,7%	-14.010	27,7%	-17.211	34,1%	-6.462	-362	12,8%	12.469	+1,1%	24,7%	487	-54	214	0	13.116	+6,4%	26,0%	-3.056	24,5%	0	10.060	+23%	19,9%	3.002,8	Mio.	+0,3%	\$3,35	+23%	\$1,275	38,1%
2006	53.324	+5,6%	-15.057	28,2%	-17.433	32,7%	-7.125	-559	13,4%	13.150	+5,5%	24,7%	829	-63	671	0	14.587	+11,2%	27,4%	-3.534	26,9%	0	11.053	+9,9%	20,7%	2.961,0	Mio.	-1,4%	\$3,73	+11,4%	\$1,455	39,0%
2007	61.095	+15%	-17.751	29,1%	-20.451	33,5%	-7.680	-807	12,6%	14.406	+9,6%	23,8%	452	-296	-534	-745	13.283	-8,9%	21,7%	-2.707	18,8%	0	10.576	-4,3%	17,3%	2.910,7	Mio.	-1,7%	\$3,63	-2,7%	\$1,620	44,6%
2008	63.747	+4,3%	-18.511	29,0%	-21.490	33,7%	-7.577	-181	11,9%	15.988	+11,0%	25,1%	361	-435	1.015	0	16.020	+27%	26,6%	-3.900	24,9%	0	12.949	+22%	19,4%	2.835,6	Mio.	-2,6%	\$4,57	+26%	\$1,795	39,3%
2009	61.897	-2,9%	-18.447	29,8%	-19.801	32,0%	-6.906	0	11,3%	16.663	+4,2%	20,9%	90	-451	526	-1.073	15.755	-6,9%	25,5%	-3.489	20,9%	0	12.266	-5,3%	19,8%	2.789,1	Mio.	-1,8%	\$4,40	-3,7%	\$1,930	43,9%
2010	61.587	-0,5%	-18.792	30,5%	-19.424	31,5%	-6.844	0	11,1%	16.527	-0,8%	26,8%	107	-455	788	0	16.947	+7,6%	27,5%	-3.613	21,9%	0	13.334	+6,7%	21,7%	2.788,8	Mio.	-0,0%	\$4,78	+8,7%	\$2,11	44,1%
2011	65.030	+5,6%	-20.380	31,3%	-20.969	32,2%	-7.548	0	11,6%	16.153	-2,3%	24,8%	91	-571	-2.743	-569	12.361	-27,1%	19,0%	-2.689	16,6%	0	9.672	-27,5%	14,9%	2.775,3	Mio.	-0,3%	\$3,49	-27,1%	\$2,25	64,6%
2012	67.224	+3,4%	-21.658	32,2%	-20.869	31,0%	-7.665	-1.163	11,4%	15.869	-1,8%	23,6%	64	-532	-1.626	0	13.775	+11,4%	20,5%	-3.261	20,5%	339	10.853	+12,2%	16,1%	2.812,6	Mio.	+1,3%	\$3,86	+10,7%	\$2,40	62,2%
2013	71.312	+6,1%	-22.342	31,3%	-21.830	30,6%	-8.183	-590	11,5%	18.377	+15,8%	25,8%	74	-482	-2.498	0	15.471	+12,3%	21,7%	-1.640	8,9%	0	13.831	+27%	19,4%	2.877,0	Mio.	+2,3%	\$4,81	+25%	\$2,59	53,9%
2014e	74.741	+4,8%																				16.608	+20,1%	22,2%	2.834,1	Mio.	-1,3%	\$5,86	+22%	\$2,71	46,2%	
2015e	75.834	+1,5%																				17.424	+4,9%	23,0%	2.828,6	Mio.	-0,2%	\$6,16	+5,1%	\$2,85	46,3%	
2016e	78.492	+3,5%																				19.021	+9,2%	24,2%	2.839,0	Mio.	+0,4%	\$6,70	+8,8%	\$2,96	44,2%	
2017e	81.389	+3,7%																				20.650	+8,6%	26,4%								

Wenn man sich am Nettogewinn orientiert, dann hat Johnson&Johnson in der jüngeren Vergangenheit eine ziemlich holprige Vorstellung aufs Parkett gelegt: Restrukturierungen, Abschreibungen, Rückrufaktionen, Schadensersatzzahlungen und Strafen für illegale Praktiken belasten den Gewinn seit 2008 (dem Rekordjahr beim Gewinn vor Steuern) nahezu durchgängig. Der Rekord beim Nettogewinn 2013 ist ein Effekt der seit der Finanzkrise deutlich gesunkenen Steuerquote.

Abgesehen von diesen Sonderbelastungen läuft das Kerngeschäft eigentlich rund: Die Produktionskosten hat man einigermaßen im Griff, die Forschungskostenquote ist (abgesehen von den Effekten einzelner Zukäufe forschender Unternehmen) nahezu konstant, die Administrations- und Vertriebskosten gehen immer weiter zurück, die EBIT-Marge kann seit einem Jahrzehnt bei etwa 25% gehalten werden. Im Vertrauen auf diesen stabilen Trend hat das Unternehmen seine Dividendenausschüttung kontinuierlich gesteigert und eine Quote von über 60% des Nettogewinns vorübergehend in Kauf genommen.

Die [Analystenkonsensschätzungen](#) basieren im Wesentlichen auf der Annahme, dass mit den ständigen Katastrophenmeldungen irgendwann mal Schluss sein und das Unternehmen zu seiner Nettomarge aus dem Jahr 2010 zurückkehren können sollte – das ist also ein Schönwetterzenario. Angesichts der sinkenden Administrationskosten erwarten die Analysten sogar noch ein bisschen mehr als die 2010er-Marge: Immerhin die Hälfte des prognostizierten Gewinnwachstums bis 2017e basiert auf dieser Hoffnung, die andere Hälfte auf dem erwarteten Umsatzwachstum (in der Größenordnung des Weltwirtschaftswachstum).

Verschreibungsfreie Medikamente										Pharmaprodukte										Medizintechnik										J&J								
OTC rezeptfrei		Skin Care Hauptpflege		Baby Care Babypflege		Oral Care Mundpflege		Women's Health Frauenhygiene		Wound Care Wundpflege		Immunology Immunologie		Infectious Injektionen		Neuroscience Nervensystem		Oncology Krebs		Other Sonstige		Orthopaedics Orthopädie		Surgical Care Chirurgie		Vision Care Augenheilkunde		Specialty Surgery Spezialchirurgie		DiabetesCare Diabetes		Cardiovascular Blutkreislauf		Diagnostics Diagnostik		InfectionPrev Infektionen		J&J
2002	1.800	5.0%	1.574	4.3%	1.161	3.2%	1.249	3.4%	783	2.2%	5.398	8.8%	3.033	4.9%	6.644	10.8%	1.465	2.4%	17.151	47.3%	2.536	7.0%	4.800	13.2%	1.170	3.2%	1.342	3.7%	1.641	4.5%	1.094	3.0%	36.298	100%				
2003	2.044	4.9%	1.797	4.3%	1.309	3.1%	1.369	3.3%	912	2.2%	6.798	10.5%	3.189	4.9%	6.943	10.7%	2.048	3.1%	19.517	46.6%	3.008	7.2%	5.300	12.7%	1.297	3.1%	1.426	3.4%	2.707	6.5%	1.176	2.9%	41.862	100%				
2004	2.395	5.1%	2.140	4.5%	1.447	3.1%	1.470	3.1%	881	1.9%	7.874	11.7%	3.194	4.8%	6.748	10.0%	2.629	3.9%	22.128	46.7%	3.420	7.2%	5.750	12.1%	1.530	3.2%	1.701	3.8%	3.213	6.8%	1.273	2.7%	47.348	100%				
2005	2.678	5.3%	2.401	4.8%	1.561	3.1%	1.568	3.1%	569	1.1%	8.787	12.4%	3.494	4.8%	7.418	10.8%	2.829	4.1%	22.322	44.2%	3.847	7.6%	6.256	12.4%	1.694	3.4%	1.900	3.8%	3.992	7.9%	1.408	2.9%	50.514	100%				
2006	2.742	5.1%	2.633	4.9%	1.740	3.3%	1.624	2.9%	587	1.1%	9.190	12.4%	3.550	5.0%	8.667	12.3%	3.773	5.3%	23.267	43.6%	4.105	7.7%	6.599	12.4%	1.879	3.5%	2.074	3.9%	4.080	7.7%	1.538	2.9%	53.324	100%				
2007	5.142	8.4%	3.051	5.0%	1.982	3.2%	1.488	2.4%	1.806	3.0%	10.191	13.0%	4.018	5.3%	9.495	13.3%	4.945	6.9%	24.866	40.7%	4.698	7.7%	7.437	12.2%	2.209	3.6%	2.373	3.9%	3.314	6.4%	1.705	2.9%	61.095	100%				
2008	5.891	8.2%	3.381	5.3%	2.214	3.5%	1.624	2.5%	1.911	3.0%	11.191	13.0%	4.318	5.6%	10.191	13.0%	5.136	8.1%	24.567	40.5%	5.136	8.1%	8.126	12.7%	2.500	3.9%	2.535	4.0%	2.988	4.7%	1.841	2.9%	63.747	100%				
2009	5.630	8.1%	3.467	5.6%	2.115	3.4%	1.569	2.5%	1.895	3.1%	11.191	13.0%	4.318	5.6%	10.191	13.0%	5.136	8.1%	22.520	36.4%	5.372	8.7%	8.614	13.9%	2.506	4.0%	2.440	3.9%	2.679	2.3%	1.963	3.2%	61.897	100%				
2010	4.540	7.4%	3.452	5.6%	2.209	3.6%	1.526	2.5%	1.844	3.0%	11.191	13.0%	4.318	5.6%	10.191	13.0%	5.136	8.1%	17.151	47.3%	5.585	9.1%	6.272	10.2%	2.680	4.4%	2.186	3.5%	2.470	4.0%	2.552	4.1%	2.053	3.3%	61.587	100%		
2011	4.402	5.8%	3.715	5.7%	2.340	3.6%	1.624	2.5%	1.792	2.8%	11.191	13.0%	4.318	5.6%	10.191	13.0%	5.136	8.1%	14.540	39.4%	5.809	8.9%	6.637	10.2%	2.916	4.5%	2.407	3.7%	2.652	4.1%	2.288	3.5%	2.164	3.3%	906	1.4%	65.030	100%
2012	4.354	5.5%	3.618	5.4%	2.254	3.4%	1.624	2.4%	1.625	2.4%	11.191	13.0%	4.318	5.6%	10.191	13.0%	5.136	8.1%	14.540	39.4%	5.809	8.9%	6.637	10.2%	2.916	4.5%	2.526	3.8%	2.616	3.9%	1.985	3.0%	2.069	3.1%	952	1.4%	67.224	100%
2013	4.028	5.6%	3.704	5.2%	2.295	3.2%	1.622	2.3%	1.588	2.2%	11.191	13.0%	4.318	5.6%	10.191	13.0%	5.136	8.1%	14.540	39.4%	5.809	8.9%	6.637	10.2%	2.916	4.5%	2.592	3.6%	2.308	3.2%	2.077	2.9%	1.885	2.6%	912	1.3%	71.312	100%

Der Grad an Diversifikation, den Johnson&Johnson aufweist, ist außergewöhnlich – und die große Anzahl an stabilen Standbeinen ist es letztendlich, die es dem Konzern erlaubt, seine im Einzelfall durchaus riskanten Produkte im Pharma- und Implantate-Bereich gewinnbringend zu vermarkten und allfällige [Rückrufaktionen](#) bzw. [Milliardenstrafen](#) relativ locker wegzustecken. Zukäufe erfolgen dabei über alle Geschäftsfelder verteilt, wenngleich in jüngerer Vergangenheit die Orthopädie-Sparte (neben der Immunologie einziger Bereich mit mehr als 10% Umsatzanteil) durch die Übernahme von [Synthes](#) am deutlichsten gestärkt wurde (wodurch die Umsatzhalbierung des Bereichs „Blutkreislauf“ kompensiert werden konnte). Damit holte J&J nun das nach, was bereits 2004 durch die damals gescheiterte \$25 Mrd-Übernahme des Herzschrittmacher-Herstellers [Guidant](#) (heute Teil von Boston Scientific) geplant war. 2006 war durch den [Kauf der verschreibungsfreien Medikamente von Pfizer](#) (u. a. Listerine) das Gewicht dieses Segments von 15% auf fast 25% des Umsatzes aufgestockt worden; derzeit sind es noch 20%, und der Trend bei „OTC“ und „Woman’s Health“ zeigt ziemlich deutlich nach unten, während die übrigen Sparten zumindest ihren Umsatz konstant halten können. Im Pharma-Bereich, der mit ca. 40% Umsatzanteil nach wie vor ein Schwergewicht des Konzerns darstellt, konzentrieren sich die Zukäufe auf die Bereiche „Krebsbehandlung“ und „Immunsystem“, nachdem die 1999 erfolgte [Übernahme von Centocor](#) dem Konzern mit dem TNF-Blocker „[Remicade](#)“ (gegen Rheumatoide Arthritis, Psoriasis-Arthritis, Schuppenflechte, Darmentzündungen, Morbus Crohn und Morbus Bechterew) den herausragenden Blockbuster beschert hat, der ein Viertel des Umsatzes der Pharmasparte und 9% des Konzernumsatzes generiert. Das Patent für Remicade in der EU wurde allerdings nur [bis Anfang 2015 verlängert](#); in den USA ist das Medikament hingegen noch [bis 2018 vor Nachahmung geschützt](#).

## Geographische Umsatzverteilung

Jahr	USA		Europa		Asien und Afrika		Rest der Welt		Johnson&Johnson		
	Mio. USD	Umsatz	Umsatz	Umsatz	Umsatz	Umsatz	Umsatz	Umsatz	Umsatz	Umsatz	
1992		6.903	50,2%	4.246	30,9%	1.398	10,2%	1.206	8,8%	13.753	100%
1993		7.203	50,9%	4.024	28,5%	1.586	11,2%	1.325	9,4%	14.138	100%
1994		7.812	49,7%	4.504	28,6%	1.907	12,1%	1.511	9,6%	15.734	100%
1995		9.190	48,8%	5.573	29,6%	2.348	12,5%	1.731	9,2%	18.842	100%
1996		10.899	50,4%	6.151	28,5%	2.656	12,3%	1.914	8,9%	21.620	100%
1997		11.757	52,0%	5.942	26,3%	2.896	12,8%	2.034	9,0%	22.629	100%
1998		12.848	53,5%	6.354	26,5%	2.688	11,2%	2.105	8,8%	23.995	100%
1999		15.385	56,0%	6.711	24,4%	3.352	12,2%	2.023	7,4%	27.471	100%
2000		17.316	59,4%	6.210	21,3%	3.626	12,4%	2.020	6,9%	29.172	100%
2001		19.825	61,3%	6.687	20,7%	3.735	11,6%	2.070	6,4%	32.317	100%
2002		22.455	61,9%	7.636	21,0%	4.189	11,5%	2.018	5,6%	36.298	100%
2003		25.274	60,4%	9.483	22,7%	4.869	11,6%	2.236	5,3%	41.862	100%
2004		27.770	58,7%	11.151	23,6%	5.838	12,3%	2.589	5,5%	47.348	100%
2005		28.377	56,2%	12.187	24,1%	6.863	13,6%	3.087	6,1%	50.514	100%
2006		29.775	55,8%	12.786	24,0%	7.221	13,5%	3.542	6,6%	53.324	100%
2007		32.444	53,1%	15.644	25,6%	8.326	13,6%	4.681	7,7%	61.095	100%
2008		32.309	50,7%	16.782	26,3%	9.483	14,9%	5.173	8,1%	63.747	100%
2009		30.889	49,9%	15.934	25,7%	9.918	16,0%	5.156	8,3%	61.897	100%
2010		29.450	47,8%	15.510	25,2%	11.077	18,0%	5.550	9,0%	61.587	100%
2011		28.908	44,5%	17.129	26,3%	12.575	19,3%	6.418	9,9%	65.030	100%
2012		29.830	44,4%	16.945	25,2%	13.242	19,7%	7.207	10,7%	67.224	100%
2013		31.910	44,7%	18.599	26,1%	13.382	18,8%	7.421	10,4%	71.312	100%

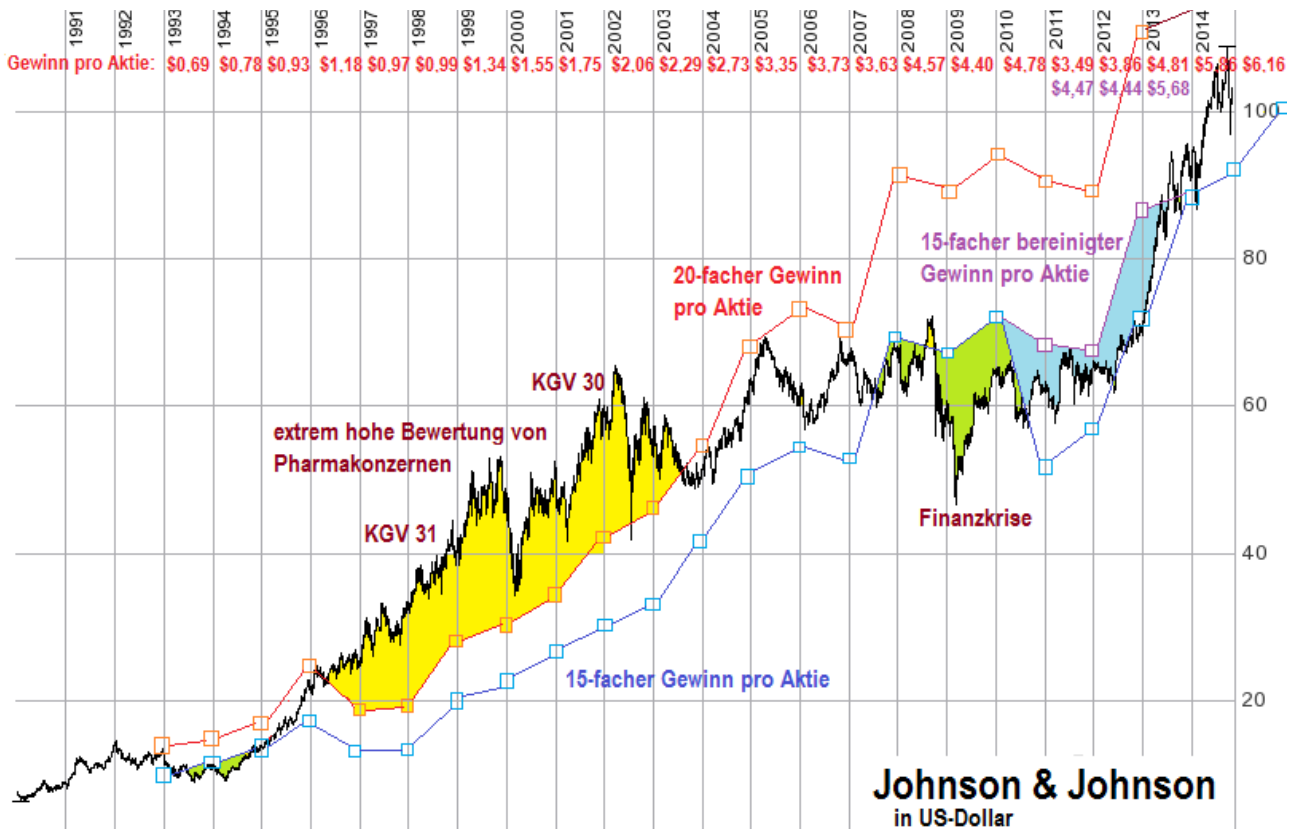
*Rest der Welt = „Western Hemisphere excluding the U.S.“*

Für einen bereits über 125 Jahre alten Weltkonzern ist die Abhängigkeit vom Heimatmarkt nach wie vor erstaunlich hoch, wenngleich die USA nun mal der wichtigste Markt für Gesundheitsprodukte ist.

Durch die zahlreichen Übernahmen überwiegend amerikanischer Unternehmen in der Zeit um die Jahrtausendwende stieg das Gewicht dieses Heimatmarktes zeitweise sogar auf über 60% an; der Umsatz dort stagniert allerdings seit 2007 (also dem Zukauf der Pfizer-OTC-Sparte), und auch der europäische Markt würde dies ohne den Zukauf des Schweizer Medizintechnikkonzerns Synthes 2011/12 vermutlich tun.

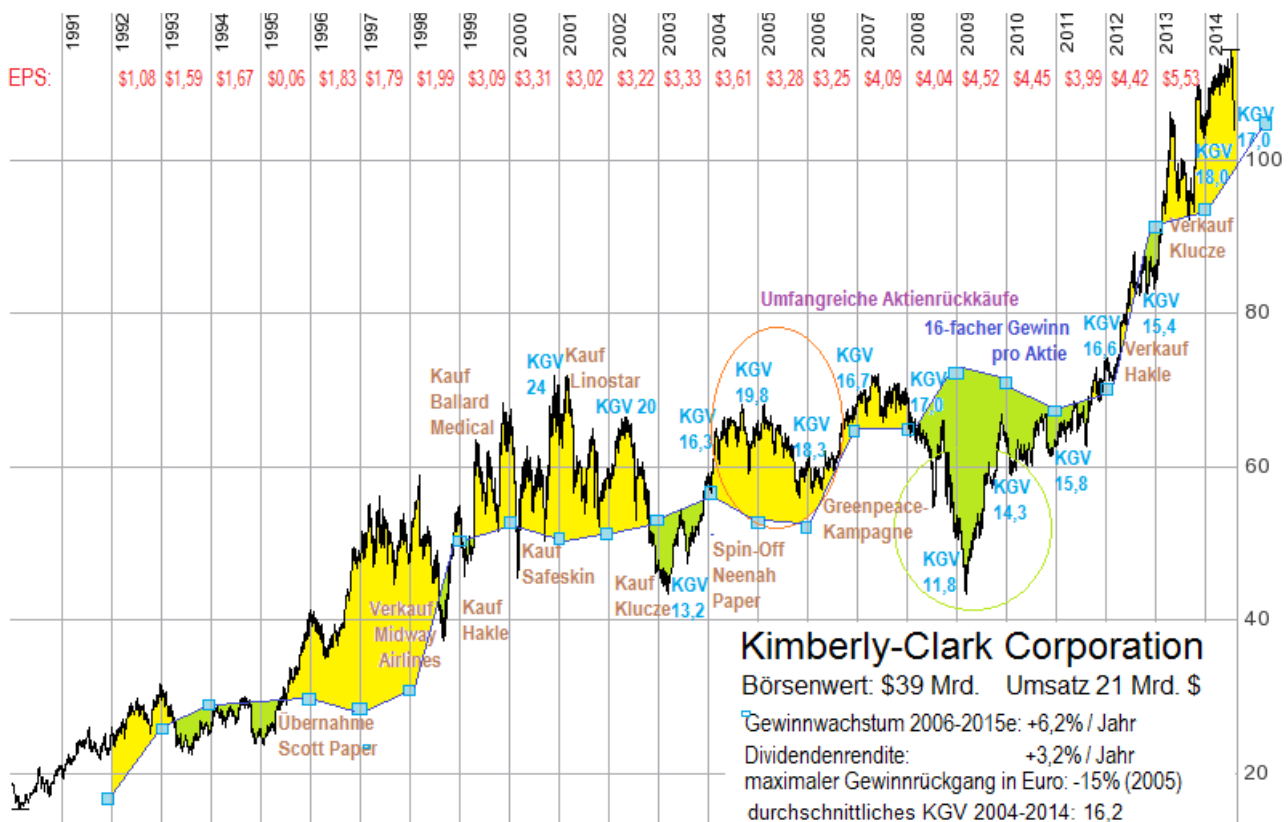
Wachstumstreiber sind – wie bei den meisten internationalen Großkonzernen – vor allem Asien und Afrika, die inzwischen fast ein Fünftel der Konzernumsätze liefern, und auch im „Rest der Welt“ ist mit Südamerika ein nennenswerter Emerging-Markets-Anteil enthalten.

Einschneidende Ereignisse der Weltwirtschaft wie die [Asienkrise 1997/98](#) und die Südamerikakrise bis zur [Staatsinsolvenz Argentiniens 2002/03](#) gehen auch an den Bilanzen eines so defensiven Unternehmens nicht völlig spurlos vorüber, sorgten aber jeweils nur für kleine Dellen im Wachstum.



In erster Linie ist Johnson&Johnson ein Pharmakonzern – und deren Bewertungen erreichten luftige Höhen während des Jahrtausendwende (als die Vergabe von Patenten weniger restriktiv gehandhabt wurde als heute und ein immenses Gewinnwachstum eingepreist war). Inzwischen werden KGVs um die 15 der Branche eher gerecht, und auch die Bewertung der J&J-Aktie hat dieses Niveau inzwischen angenommen (nach einer 10 Jahre dauernde Seitwärtsbewegung 2002-2012), wobei die beiden “Katastrophenjahre” 2011 und 2012 deutlichen Druck auf die Bewertung des Konzerns verursacht haben (und rückwirkend betrachten einen großartigen Einstiegszeitpunkt geboten hätten).

## 6.17 Kimberly-Clark



## 6.18 Louis Voutton Moët Hennessy

**Mode und Lederwaren** (Louis Voutton) bilden das Flaggschiff innerhalb des Konzerns mit ca. 35% des Umsatzes und fast durchgängig über 50% des Gewinns.

Zuletzt wurde dieses Segment, das durch die absolut krisenfeste Marge von über 30% besticht, durch die Übernahme von [Loro Piana](#) verstärkt.

**Weine und Spirituosen** (Moët Hennessy) stellen das zweite Standbein dar: Trotz des leicht rückläufigen Umsatzanteils von inzwischen nur noch 14% und eines Umsatz- und Gewinneinbruchs in der Finanzkrise steuert das Segment dank der hohen Marge von ebenfalls über 30% nach wie vor mehr als 20% zum Gewinn des Konzerns bei.

**Parfum und Kosmetik** spielen eher eine Nebenrolle, was sowohl am Umsatzanteil von nur noch knapp über 10% liegt als auch an der relativ bescheidenen Marge, die allerdings in den vergangenen Jahren kontinuierlich verbessert werden konnte.

**Uhren und Schmuck** waren immer mal wieder ein Sorgenkind im Konzern: Nach dem Platzen der Internet-Blase wurden zwei Jahre lang sogar rote Zahlen geschrieben und auch 2009 ging die operative Marge um ein Drittel zurück.

Seit 2010 hat sich der Umsatz dieses Segments verdreifacht (hauptsächlich durch [die Übernahme von Bulgari](#), den drittgrößten Schmuckhersteller der Welt, in 2011), aber mit nun 10% des Umsatzes und 6% des Gewinns ist das Segment immer noch ein Randbereich der Aktivitäten.

**Selective Retailing** ist das konzern-eigene Vertriebsnetz, das zur Jahrtausendwende anscheinend noch Anlaufverluste einfuhr, aber seit 2005 eine stabile Marge von um die 10% erwirtschaftet, was LVMH nun angesichts des hohen Umsatzanteils von inzwischen 30% einen schwankungsarmen und zuletzt sogar steigenden Gewinnbeitrag von fast 15% beschert.

Den Bereich **sonstige Aktivitäten** (mit verschwindend geringem Anteil an Umsatz und Gewinn)

habe ich aus Platzgründen weggelassen, deshalb stimmen meine Summen für Umsatz und Gewinn nicht exakt mit den tatsächlichen Werten überein.

Nachdem die beiden Problemfelder Uhren/Schmuck und Handel in den Griff bekommen wurden, schafft LVMH seit 2004 eine nahezu konstante Marge von 20-23%; der Gewinn wächst demzufolge im selben Tempo wie der Umsatz, welcher vor allem seit der Finanzkrise durch größere Übernahmen in beschleunigtem Tempo gesteigert werden konnte.

Das aktuell spannendste Thema scheint [der Übernahmekampf mit Hermes International](#) zu sein; das sehr teure (KGV 33), aber [mit ebenfalls konstant hoher Marge schnell wachsende Unternehmen](#) mit einem Umsatz von 4 Mrd. Euro könnte gut in die Expansionsstrategie passen, wenngleich dessen aktueller Börsenwert von 28 Mrd. Euro selbst für die [mehr als doppelt so große](#) LVMH ein ganz schöner Brocken ist.

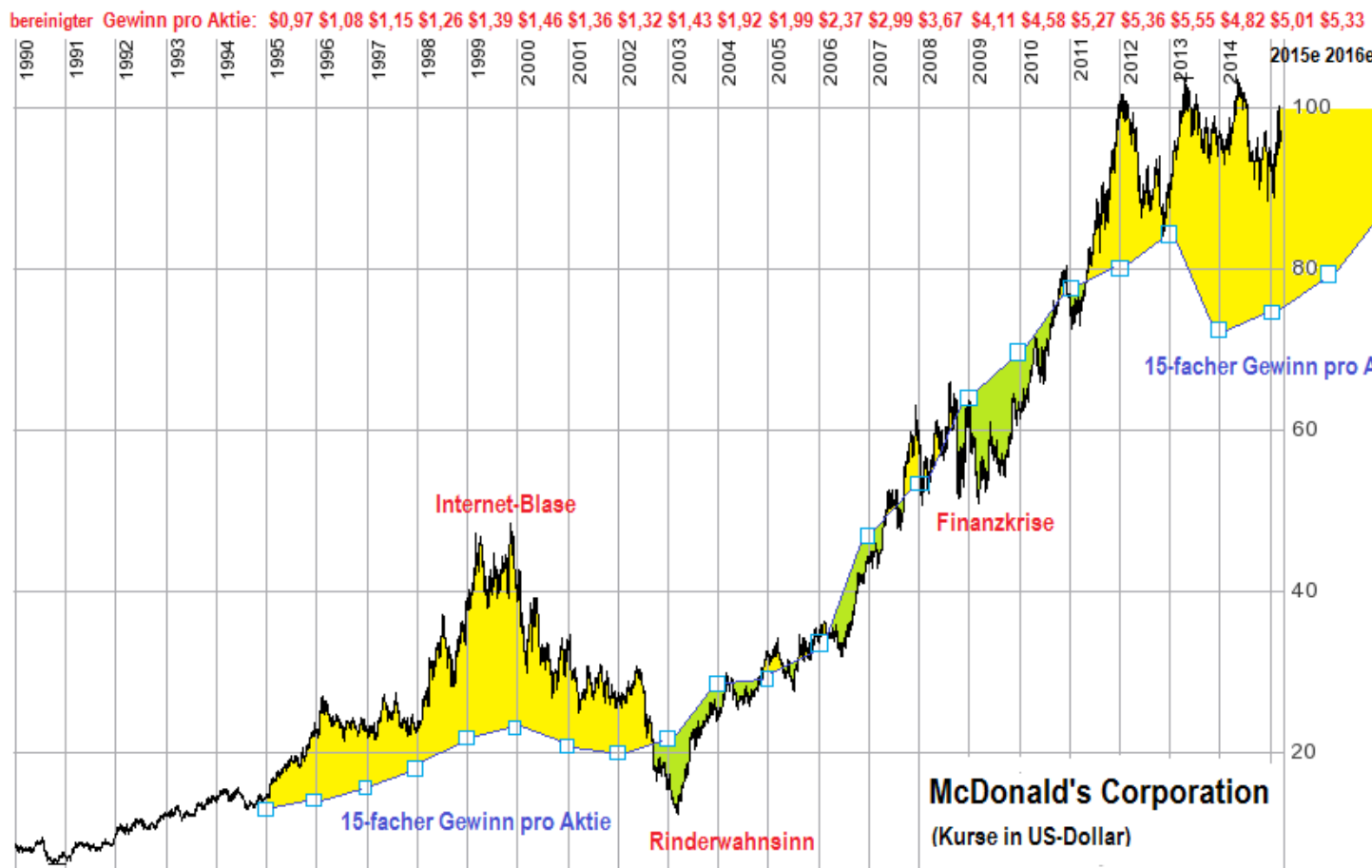
## 6.19 [McDonald's](#)

Im Dividenden-Depot liegt die Position von McDonalds (40 Aktien) Stand heute Abend mit +23,46% gut im Plus.

Wir hatten McDonald's Anfang 2013 gekauft, als die Bewertung noch normal aussah. Zwei Jahre und drei kleine Aufstockungen (jeweils etwa zum ursprünglichen Kaufpreis von 70 €) später haben wir diese Position Anfang Februar 2015 geschlossen (annualisierte Netto-Performance: +9%).

Für eine historisch durchschnittliche Bewertung benötigt die Aktie [voraussichtlich eine Seitwärtsbewegung bis mindestens 2018](#).

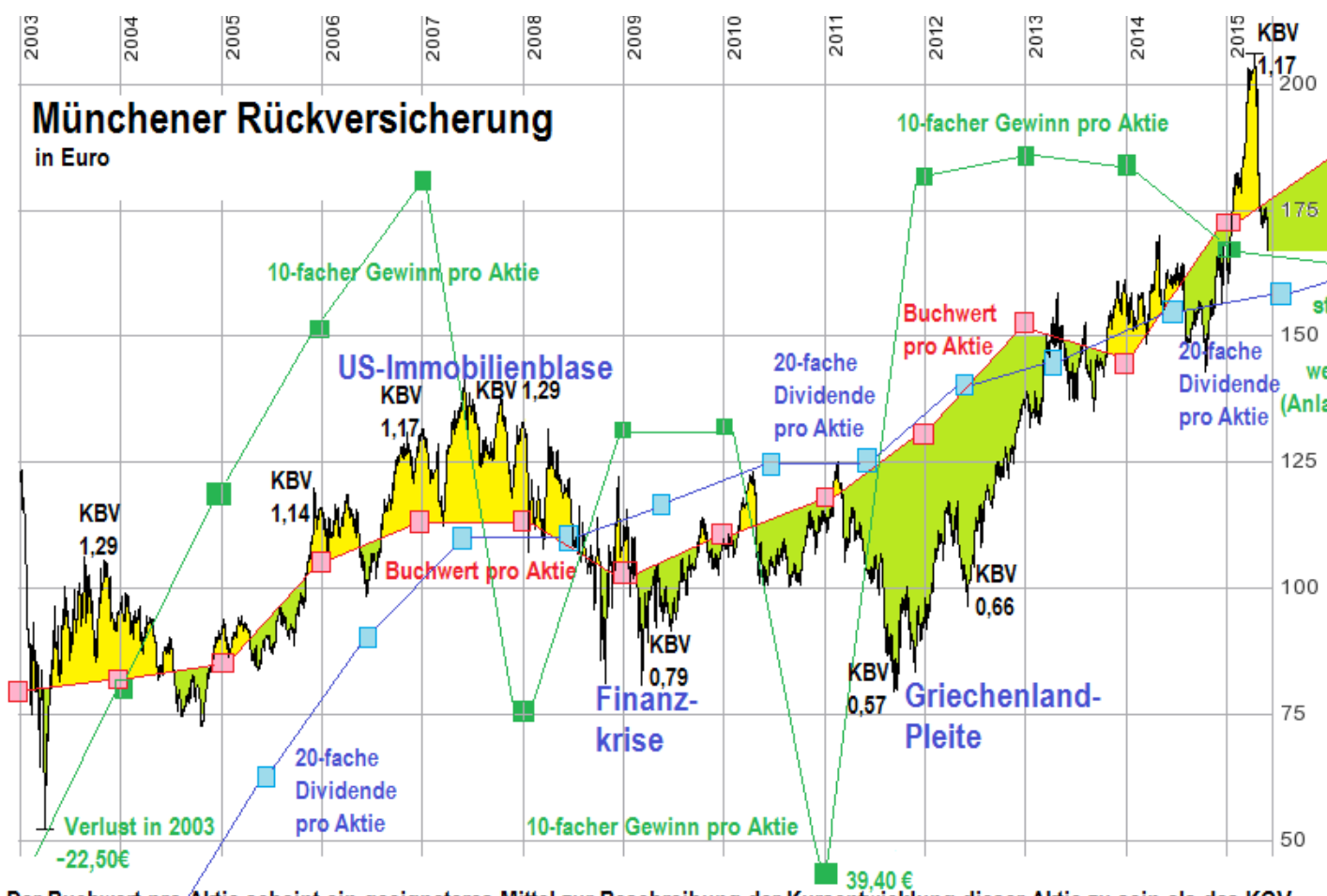
Was die Informationsversorgung betrifft, da überzeugte McDonald's in seinen älteren 10-k-Reports übrigens mit [herausragend schönen Tabellen](#) (üblich sind Daten der letzten 5 Jahre), was die Erstellung der beiliegenden Graphik sehr erleichtert hat.



## 6.20 Münchener Rückversicherung

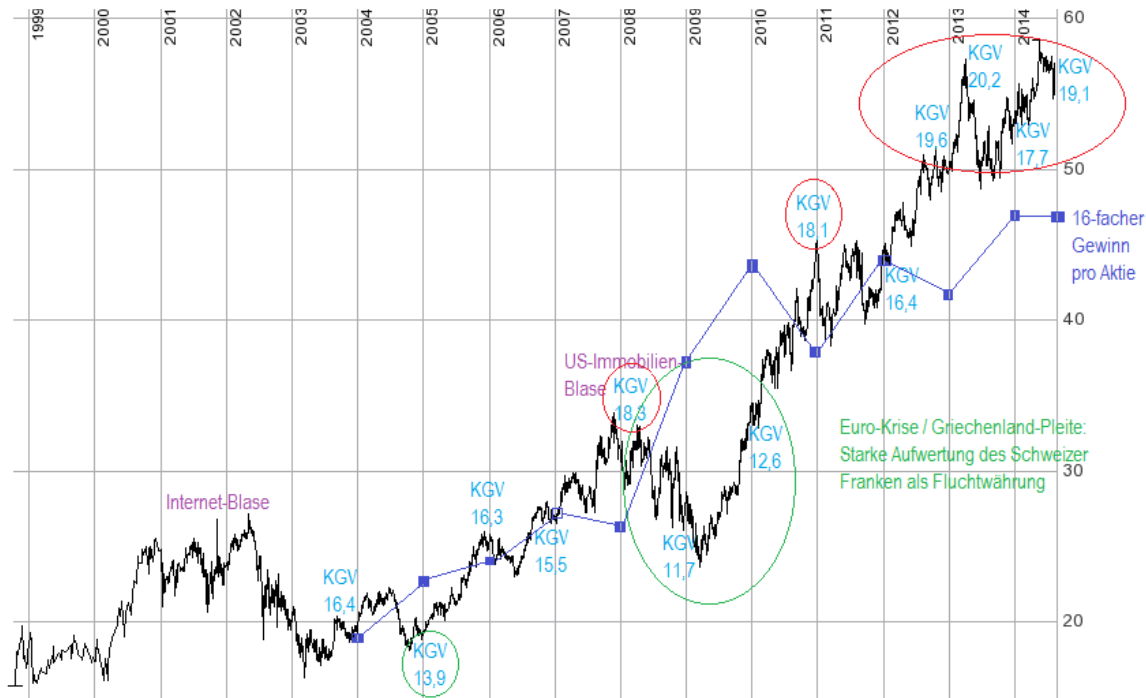
Tim: Was haltet ihr aktuell von einer Aufstockung der Münchener Rück? Der Kurs ist doch ziemlich seit dem Frühjahrshoch zurückgekommen und ich finde das man dort wieder einsteigen/aufstocken kann, wie seht ihr das?

[Link auf Graphik](#)



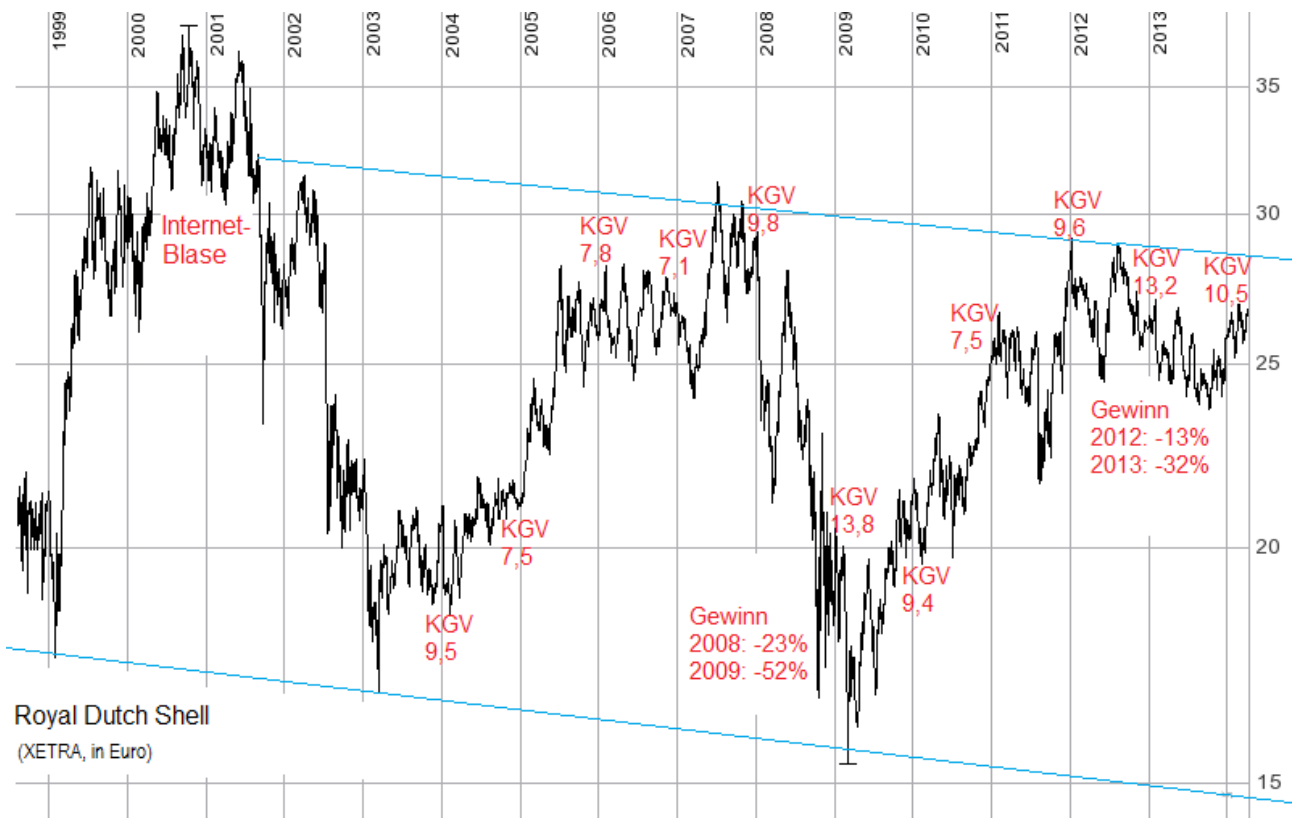
Der Buchwert pro Aktie scheint ein geeigneteres Mittel zur Beschreibung der Kursentwicklung dieser Aktie zu sein als das KGV.

## 6.21 Nestlé



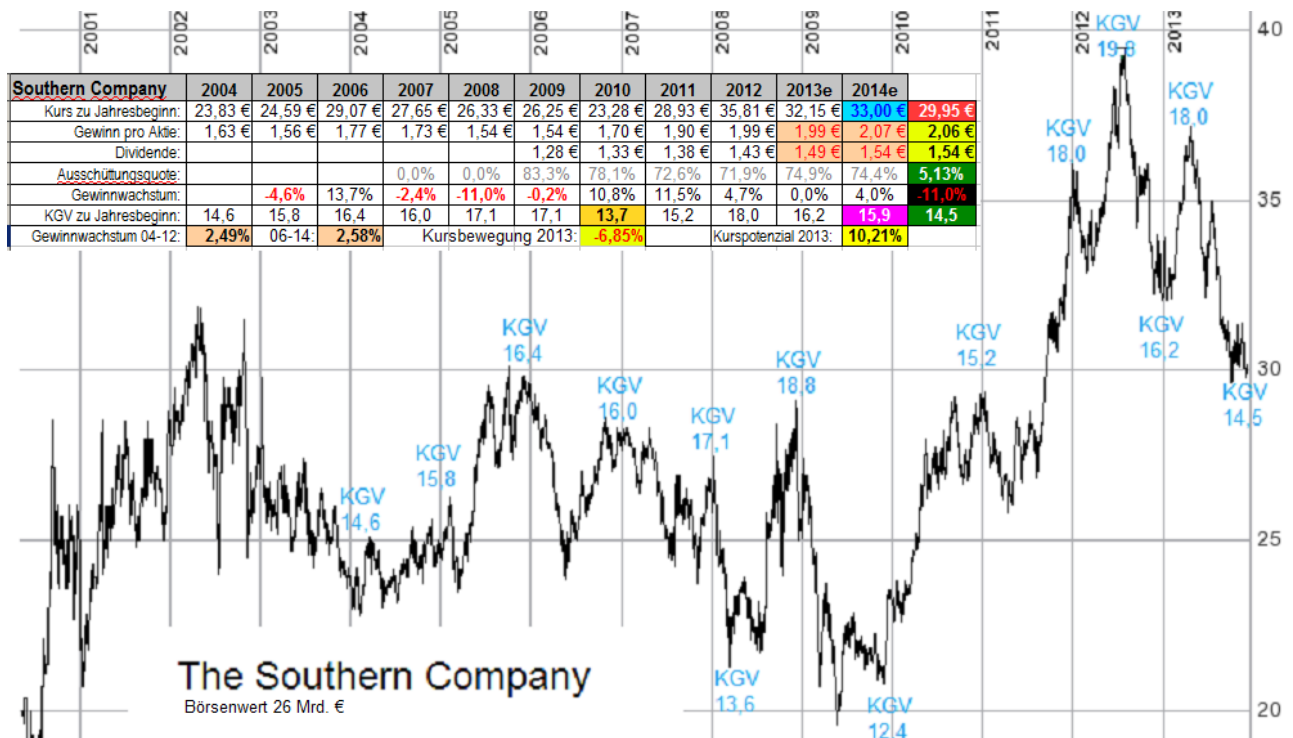
Dezember	Nestlé S.A.	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	
56,92 €	Kurs zu Jahresbeginn:	19,81 €	19,39 €	25,32 €	27,04 €	31,04 €	27,88 €	34,04 €	43,90 €	44,53 €	50,16 €	52,56 €	47,20 €	
2,97 €	Gewinn pro Aktie:	1,21 €	1,39 €	1,55 €	1,74 €	1,70 €	2,38 €	2,71 €	2,42 €	2,71 €	2,56 €	2,97 €	2,97 €	
1,88 €	Dividende:	2010: Verkauf von Alcon (Augenheilkunde)						1,30 €	1,50 €	1,58 €	1,66 €	1,76 €	1,81 €	1,93 €
3,31%	Ausschüttungsquote:							54,6%	55,4%	65,3%	61,3%	68,7%	61,0%	64,9%
-10,7%	Gewinnwachstum:							40,0%	13,9%	-10,7%	12,0%	-5,5%	16,1%	0,0%
19,14	KGV zu Jahresbeginn:	16,4	13,9	16,3	15,5	18,3	11,7	12,6	18,1	16,4	19,6	17,7	19,1	
15,87	Gewinnwachstum 11-15:	3,28%	06-15:	7,43%	Kursbewegung 2013:			13,47%	Kurspotenzial 2014:			-17,08%		
1 Schweizer Franken in Euro:		0,6410 €	0,6480 €	0,6419 €	0,6213 €	0,6039 €	0,6701 €	0,6741 €	0,7981 €	0,8224 €	0,8180 €	0,8166 €	0,8215 €	

## 6.22 Royal Dutch Shell



Royal Dutch Shell  
(XETRA, in Euro)

## 6.23 Southern Company



Im direkten Vergleich mit Southern Company, Consolidated Edison und American Power schneidet die britische SSE plc bei jeweils 2-3% Gewinnwachstum dank der höchsten Dividende knapp am besten ab. Southern Company ist normalerweise das deutlich teuerste dieser vier Unternehmen (für 2% Wachstum möchte ich eigentlich kein KGV von 15 bezahlen); wenn man die Aktie trotzdem unbedingt haben will (u. a. wegen der robustesten Gewinn-Entwicklung in der Peer Group), dann ist derzeit aber ein relativ guter Zeitpunkt. Ich hätte trotzdem eher die SSE plc aufgestockt, die bei einem KGV von 11,5 derzeit 12% unter Schnitt kostet.

Unternehmen	Branche	KGV	KGV 2006-14	Bewertung	Gewinn 2006-14	Dividende 2013	Kurs + Dividende	Gewinneinbruch 2004-2013
SSE plc	Stromerzeugung	11,5	13,1	-11,74%	+2,71%	6,47%	(75%) 9,18%	-90,2%
Southern Company	Stromerzeugung	14,5	15,9	-9,01%	+2,58%	5,13%	(74%) 7,71%	-11,0%
American Electric Power	Stromerzeugung	14,1	13,2	+7,08%	+3,00%	4,34%	(61%) 7,34%	-29,9%
Consolidated Edison	Stromerzeugung	13,7	14,3	-4,11%	+2,36%	4,69%	(65%) 7,05%	-12,5%
Iberdrola	Stromerzeugung	11,7	12,8	-8,02%	-2,27%	6,26%	(74%) 3,99%	-13,8%
Fortum Oyj	Stromerzeugung	13,4	12,4	+8,14%	-2,48%	5,83%	(78%) 3,36%	-22,4%
RWE Vz.	Stromerzeugung	7,7	9,4	-18,02%	-5,51%	6,66%	(51%) 1,15%	-34,4%
Electricité de France	Stromerzeugung	13,7	13,7	-0,14%	-4,02%	4,44%	(61%) 0,42%	-38,9%
E.ON	Stromerzeugung	11,2	11,1	+0,16%	-7,59%	4,96%	(55%) -2,63%	-48,8%
ENEL s.p.a.	Stromerzeugung	9,7	9,9	-1,44%	-7,55%	4,17%	(41%) -3,38%	-29,5%
Versorger	Durchschnitt	11,9	12,4	-4,03%	-1,88%	5,30%	(63%) 3,42%	-33%

## 6.24 T. Rowe Price Group

**make83:** Wurde die Aktie nur "vergessen" oder woran könnte es liegen?

KGV-Entwicklung:

Jahr	Blackrock	T. Rowe Price
2009	18,3	20,8
2010	20,0	20,9
2011	16,1	22,0
2012	13,2	16,9
2013	12,1	16,4
2014	16,4	18,4
2015	18,1	17,8
akt.	18,5	17,0

**make83:**

Gibt es Leute die sich bereit intensiver mit T. Rowe Price Group auseinandergesetzt haben?

Jahr	Sponsored Mutual Funds in the U.S.						Other Portfolios						T. R.				
	Aktien- und Mischfonds			Anleihen- und Geldmarktfonds			Aktien- und Mischfonds			Anleihen- und Geldmarktfonds							
	Anlagevolumen	Gebühren	Marge	Anlagevolumen	Gebühren	Marge	Anlagevolumen	Gebühren	Marge	Anlagevolumen	Gebühren	Marge	Anlagevolumen				
2004	98,1	47,4%	0,6022	58,5%	0,614%	30,0	14,5%	0,1340	13,0%	0,447%	78,8	38,1%	0,2926	28,4%	0,371%	206,9	100%
2005	124,1	50,2%	0,7583	61,4%	0,611%	32,1	13,0%	0,1421	11,5%	0,443%	90,9	36,8%	0,3351	27,1%	0,369%	247,1	100%
2006	152,2	50,8%	0,9375	62,1%	0,616%	35,4	11,8%	0,1556	10,3%	0,440%	112,1	37,4%	0,4154	27,5%	0,371%	299,7	100%
2007	191,1	51,1%	1,1687	62,2%	0,612%	41,7	11,1%	0,1846	9,8%	0,443%	141,4	37,8%	0,5258	28,0%	0,372%	374,2	100%
2008	168,6	47,1%	1,0314	58,6%	0,612%	47,5	13,3%	0,2074	11,8%	0,437%	142,1	39,7%	0,5222	29,7%	0,367%	358,2	100%
2009	139,5	43,4%	0,8437	54,6%	0,605%	52,3	16,3%	0,2246	14,5%	0,429%	93,3	29,0%	0,3916	25,3%	0,420%	321,3	100%
2010	184,7	43,7%	1,1163	55,1%	0,604%	66,1	15,6%	0,2780	13,7%	0,421%	126,2	29,9%	0,5144	25,4%	0,408%	422,6	100%
2011	217,6	43,8%	1,3405	56,2%	0,616%	74,5	15,0%	0,3031	12,7%	0,407%	149,6	30,1%	0,6048	25,4%	0,404%	497,1	100%
2012	241,6	44,0%	1,4376	55,5%	0,595%	85,0	15,5%	0,3527	13,6%	0,415%	158,0	28,8%	0,6351	24,5%	0,402%	549,4	100%
2013	299,1	47,2%	1,7597	58,2%	0,588%	92,1	14,5%	0,3664	12,1%	0,398%	179,3	28,3%	0,7356	24,3%	0,410%	633,8	100%
2014	359,3	49,6%	2,0860	60,2%	0,581%	101,6	14,0%	0,3998	11,5%	0,394%	201,6	27,8%	0,8245	23,8%	0,409%	724,7	100%

## 6.25 Unilever N.V.

### Unilever – Tätigkeitsfelder

Jahr	Personal Care			Food			Refreshments			Home Care		
	Umsatz	Op.Gewinn	Marge	Umsatz	Op.Gewinn	Marge	Umsatz	Op.Gewinn	Marge	Umsatz	Op.Gewinn	Marge
2004	26%	38%	15,4%	36%	47%	14,0%	20%	-1%	-0,4%	18%	16%	9,1%
2005	27%	35%	17,1%	35%	40%	14,9%	20%	11%	8,2%	18%	13%	9,1%
2006	28%	35%	17,2%	35%	37%	14,4%	19%	17%	11,8%	18%	11%	8,3%
2007	28%	34%	15,8%	35%	39%	14,7%	19%	16%	10,6%	18%	11%	8,1%
2008	28%	25%	16,0%	35%	45%	22,6%	19%	13%	11,9%	18%	17%	16,8%
2009	30%	37%	15,5%	33%	37%	13,8%	20%	14%	9,4%	17%	12%	8,8%
2010	31%	36%	16,7%	32%	45%	20,1%	19%	11%	8,4%	18%	8%	6,1%
2011	33%	39%	16,4%	30%	41%	19,2%	19%	11%	8,2%	18%	8%	5,8%
2012	35%	42%	16,2%	28%	37%	18,0%	19%	13%	9,3%	18%	8%	6,0%
2013	36%	41%	17,0%	27%	41%	22,8%	19%	11%	9,1%	18%	7%	5,9%

Axe, Dove, Duschdas,  
Impulse, Rexona,  
Signal, Toni & Guy

Becel; Bertolli, BiFi, Du darfst,  
Knorr, Lätta, Lipton, Mondamin,  
Mazola, Pfanni, Rama, Sanella

Cremissimo,  
Cornetto, Magnum,  
Langnese, Vienetta

Coral, Domestos,  
Viss

Körperhygiene und Nahrungsmittel sind die beiden tragenden Säulen des Unilever-Konzerns; Erfrischungen und Haushaltsgüter spielen aufgrund der niedrigeren Marge jeweils nur eine Nebenrolle.

### Unilever – Regionen

Jahr	Europa			Amerika			Rest der Welt			Unilever					
	Umsatz	Op.Gewinn	Marge	Umsatz	Op.Gewinn	Marge	Umsatz	Op.Gewinn	Marge	Umsatz	Personalkosten	Übernahmen	Verkäufe	Forschung	Werbung
2004	40%	51%	13,7%	33%	23%	7,5%	27%	26%	10,2%	37.168	5.722	198	514	2,6%	11,7%
2005	38%	40%	13,9%	34%	34%	13,2%	28%	26%	12,1%	38.401	5.759	20	804	2,4%	12,8%
2006	36%	35%	13,0%	35%	40%	15,6%	29%	25%	11,9%	39.642	5.369	96	1.873	2,3%	13,1%
2007	36%	32%	11,4%	33%	38%	15,0%	31%	30%	12,7%	40.187	5.551	214	164	2,2%	13,2%
2008	36%	36%	17,9%	32%	41%	22,7%	32%	23%	12,5%	40.523	5.288	211	2.476	2,3%	12,5%
2009	33%	26%	10,0%	32%	37%	14,6%	35%	37%	13,2%	39.823	5.237	409	270	2,2%	13,3%
2010	30%	32%	15,2%	33%	34%	14,9%	37%	34%	13,0%	44.242	5.613	1.252	891	2,1%	13,7%
2011	29%	32%	15,3%	33%	35%	14,7%	38%	33%	11,9%	46.467	5.358	3.098	1.378	2,2%	13,1%
2012	27%	27%	13,7%	33%	35%	14,2%	40%	38%	13,0%	51.324	6.303	133	246	2,0%	13,2%
2013	27%	25%	14,0%	33%	38%	17,6%	40%	37%	13,8%	49.797	6.194	142	1.053	2,1%	13,7%

2006: Verkauf Iglo (Tiefkühlkost); 2008: Lipton Eistee (Partnerschaft mit PepsiCo); 2010: Kauf Personal-Care-Sparte von Sara Lee; 2011: Kauf Alberto Culver (Haut- und Haarpflege)

Bei "Übernahmen" und "Verkäufen" ist das Transaktionsvolumen in Mio. € angegeben.

Der Verkauf 2008 (möglicherweise das [Lipton-JV](#)?) scheint einen hohen Buchgewinn erbracht zu haben, der die Margen nach oben verzerrt.

Beim Umsatz wurde Europa in den letzten Jahren (womöglich als Auswirkung der Krise in

Südeuropa?) vom Rest der Welt als wichtigster Markt abgelöst, wenngleich dort bislang noch die niedrigste Marge erwirtschaftet wird.

Erstaunlicherweise hat Unilever bei steigendem Umsatz die Personalkosten mindestens stabil halten können – zumindest bis zur Übernahme von Alberto-Culver in 2011.

Überraschend auch, dass der Werbeetat steigt, während die Forschungs- und Entwicklungskosten nicht mit der Umsatzentwicklung Schritt halten – es wird also mehr Wert auf Außendarstellung gelegt als auf die Verbesserung der Produkte.

## Unilever – Umsatz und Gewinn

Jahr	Umsatz	Op.Gewinn	Op.Marge	Nettogewinn	Nettomarge	Aktienzahl	EPS	Dividende	
2004	40.139	3.409	8,5%	1.874	4,7%	3.022,6 Mio.	0,62 €	0,57 €	92%
2005	39.642	5.310	13,4%	3.763	9,5%	3.010,4 Mio.	1,25 €	0,60 €	48%
2006	39.642	5.408	13,6%	4.745	12,0%	2.965,6 Mio.	1,60 €	0,62 €	39%
2007	40.250	5.253	13,1%	3.894	9,7%	2.972,5 Mio.	1,31 €	0,73 €	56%
2008	40.619	7.184	17,7%	5.039	12,4%	2.912,7 Mio.	1,73 €	0,72 €	41%
2009	39.823	5.020	12,6%	3.370	8,5%	3.036,0 Mio.	1,11 €	0,69 €	62%
2010	44.262	6.339	14,3%	4.244	9,6%	3.031,4 Mio.	1,40 €	0,77 €	55%
2011	46.467	6.901	14,9%	4.252	9,2%	2.912,3 Mio.	1,46 €	0,85 €	58%
2012	51.324	7.062	13,8%	4.480	8,7%	2.909,1 Mio.	1,54 €	0,93 €	60%
2013	49.797	7.016	14,1%	4.842	9,7%	2.916,9 Mio.	1,66 €	1,03 €	62%
2014e	49.330	7.055	14,3%	4.627	9,4%	2.891,9 Mio.	1,60 €	1,09 €	68%
2015e	51.836	7.560	14,6%	4.978	9,6%	2.894,2 Mio.	1,72 €	1,17 €	68%
2016e	54.542	8.086	14,8%	5.365	9,8%	2.900,0 Mio.	1,85 €	1,28 €	69%

Die Schwachstelle von Unilever ist das fehlende operative Wachstum.

Abgesehen von den großen Übernahmen in 2010 und 2011/12 geht es mit dem Umsatz kaum voran, und durch die praktisch konstante Nettomarge und die ebenfalls konstante Aktienanzahl wächst auch der Gewinn pro Aktie nur im selben Schneckentempo.

Um ein für die Aktionäre attraktives Dividendenwachstum zu schaffen, muss die Ausschüttungsquote daher immer höher getrieben werden.

## 6.26 United Technologies

Bei United Technologies gefällt mir an den Zahlen bisher so einiges nicht.

# United Technologies

	Otis			Climate, Controls & Security			Pratt & Whitney			Aerospace Systems			U								
	Umsatz	Op. Gewinn	Marge	Umsatz	Op. Gewinn	Marge	Umsatz	Op. Gewinn	Marge	Umsatz	Op. Gewinn	Marge									
2004	8.937	24,1%	1.413	33,3%	15,8%	13.499	36,3%	960	22,6%	7,1%	8.281	22,3%	1.083	25,5%	13,1%	3.921	10,6%	583	13,8%	14,9%	2.506
2005	9.575	22,4%	1.712	31,6%	17,9%	16.762	39,1%	1.339	24,7%	8,0%	9.295	21,7%	1.449	26,7%	15,6%	4.382	10,2%	675	12,4%	15,4%	2.802
2006	10.290	21,5%	1.888	30,2%	18,3%	18.228	38,1%	1.538	24,6%	8,4%	11.112	23,2%	1.817	29,1%	16,4%	4.995	10,4%	832	13,3%	16,7%	3.230
2007	11.885	21,3%	2.321	31,0%	19,5%	20.398	36,6%	1.824	24,3%	8,9%	13.086	23,5%	2.011	26,8%	15,4%	5.636	10,1%	967	12,9%	17,2%	4.789
2008	12.884	21,7%	2.477	30,8%	19,2%	21.263	35,8%	1.858	23,1%	8,7%	13.849	23,3%	2.122	26,4%	15,3%	6.127	10,3%	1.099	13,7%	17,9%	5.346
2009	11.723	22,2%	2.447	35,1%	20,9%	16.838	31,9%	1.233	17,7%	7,3%	12.392	23,5%	1.835	26,3%	14,8%	5.560	10,5%	857	12,3%	15,4%	6.287
2010	11.579	22,0%	2.575	33,9%	22,2%	17.876	33,9%	1.776	23,3%	9,9%	12.150	23,1%	1.885	24,8%	15,5%	4.399	8,3%	654	8,6%	14,9%	6.684
2011	12.437	22,1%	2.815	33,1%	22,6%	18.864	33,6%	2.212	26,0%	11,7%	12.771	22,7%	1.867	22,0%	14,6%	4.760	8,5%	759	8,9%	15,9%	7.355
2012	12.056	20,7%	2.512	30,7%	20,8%	17.090	29,3%	2.425	29,6%	14,2%	13.964	24,0%	1.589	19,4%	11,4%	8.334	14,3%	944	11,5%	11,3%	6.791
2013	12.484	19,7%	2.590	26,8%	20,7%	16.809	26,5%	2.590	26,8%	15,4%	14.501	22,9%	1.876	19,4%	12,9%	13.347	21,1%	2.018	20,9%	15,1%	6.253

## Otis:

Aufzüge  
Rolltreppen  
Laufbänder

## Carrier:

Klimaanlagen, Kühlschränke,  
Heizungs- und Ventilationssysteme

## UTC Fire & Security:

Brandmelder, Feuerlöscher,  
Alarmanlagen, Videoüberwachung,  
Bewegungsmelder, Wachdienste

## Pratt & Whitney:

Propellerturbinen  
Strahltriebwerke  
Wartungssysteme

## Nord-Micro:

Kabinendruckregelsysteme

## Hamilton Sundstrand:

Flugkontrollsysteme, Propellersysteme,  
Raumanzüge, Lebenserhaltungssysteme

## Goodrich Corporation:

Flugzeuglandesysteme, Digitale Regler  
für Turbinen, Flugzeughüllenkomponenten

[a href="http://dividenden-sammler.de/wp-content/uploads/2014/07/United-Technologies.png"]  
[img src="http://dividenden-sammler.de/wp-content/uploads/2014/07/United-Technologies.png"]  
[/a]

Das Problem sehe ich gar nicht mal bei der kleinen und margenschwachen **Sikorsky** (die 2004-2011 ihren Umsatz um 200% und ihren Gewinn sogar um über 300% gesteigert hat – da darf sie 2012/13 auch mal etwas nachlassen).

Enttäuschend finde ich hier lediglich, dass sich mit Drohnen anscheinend kein Geld verdienen lässt

– ist das bei den Konkurrenten genauso?

**Otis** ist die Gelddruckmaschine des Konzerns mit der höchsten operativen Marge, aber Umsatz und operativer Gewinn stagnieren seit 2007/08.

Ist der Markt für so langlebige Produkte nach der US-Immobilienblase gesättigt?

Die **Klima- und Sicherheitssparte** hat 2013 nicht mehr Umsatz erzielt als 2005 – die Marge wurde zwar in diesem Zeitraum nahezu verdoppelt, aber diese Art des Wachstums lässt sich kaum wiederholen.

**Pratt & Whitney** wiederum hat seit 2005 deutlich rückläufige Margen bei seinen Flugzeugtriebwerken – dabei sehe ich bei den reinen Triebwerk-Herstellern (Rolls-Royce, MTU und vor allem Safran) ein ziemlich heftiges Gewinnwachstum, an der Branche scheint es also nicht zu liegen.

Und bei der **Aerospace**-Sparte sehen wir nicht, wie diese sich ohne die Übernahme von Goodrich entwickelt hätte.

Die Marge liegt hier im Konzerndurchschnitt, der Zukauf scheint also sinnvoll gewesen zu sein.

Irgendwie fehlt mir da ein nachhaltiges operatives Wachstum.

Das Unternehmen muss daher ständig andere Unternehmen kaufen und in seine Struktur integrieren (genau das hat United Technologies im vergangenen Jahrzehnt getan – und gleichzeitig den Etat für Forschung und Entwicklung auf unter 5% des Umsatzes sinken lassen und [2009 den Gewinnrückgang durch eine permanente Erhöhung der Ausschüttungsquote vertuscht](#)).

Angesichts der bereits beträchtlichen Größe des Konzerns wird eine solche Methode irgendwann an kartellrechtliche Grenzen stoßen.

## 6.27 Wal-Mart und Wal-Mart

**B. Wuffet:** wäre Wal-Mart nicht aktuell ganz interessant für euch?

Das Unternehmen wird aktuell zu einem Forward KGV um die 15 gehandelt und wirft eine Div-Rendite von 2,6% ab.

Jahr:	Nettogewinn	/	Stückzahl	=	EPS
2006:	11,231	/	4,188	=	2.68
2007:	11,284	/	4,168	=	2.71
2008:	12,731	/	4,072	=	3.13
2009:	13,400	/	3,951	=	3.39
2010:	14,335	/	3,877	=	3.70
-----					
2011:	16,389	/	3,670	=	4.47
2012:	15,699	/	3,474	=	4.52
2013:	16,999	/	3,389	=	5.02
2014:	16,022	/	3,283	=	4.88
2015:	16,363	/	3,243	=	5.05
<a href="#">2016e:</a>	15,451	/	3,226	=	4.79
2017e:	15,920	/	3,159	=	5.04
2018e:	16,768	/	3,088	=	5.43

Der Nettogewinn (in Mrd. US-Dollar) stagniert seit 2011; seitdem wächst der Gewinn pro Aktie nur durch Aktienrückkäufe.

Ein KGV von 15 bei einem stagnierenden Unternehmen bietet ein Potenzial von 6,66%, das zu verteilen ist; Wal-Mart schüttet 2,6% Dividende aus, hat also maximal 4% übrig, um damit eigene Aktien zu kaufen. Das sieht nach einer Performance von *bestenfalls* "4+3" aus (tatsächlich sind es +2,8% p.a. EPS-Wachstum für 2011-2018e) – ähnlich viel wie eine Tier-1-Anleihe in US-Dollar einer amerikanischen Großbank.

Wal-Mart funktioniert also derzeit ganz ähnlich wie IBM – bloß ist IBM nach KGV billiger und kann deshalb mehr eigene Aktien zurückkaufen.

Die Hamsterrad-Punktzahl von Wal-Mart liegt über 200, weil das Unternehmen simultan Buchwert und Dividende lückenlos steigern und darüber hinaus auch noch eigene Aktien zurückkaufen kann, also keine ausgeprägte “Schwäche” aufweist. Wal-Mart ist ein “Hamsterrad-Systemliebhaber”, ähnlich wie Oracle.

Auch der “Gier”-Wert von Wal-Mart ist recht ordentlich, weil das Gewinnwachstum in Euro nach dem Abfeuern der Draghi-Bazooka deutlich besser aussieht als in der Bilanzierungswährung des Unternehmens.

Die aktuellen Verwerfungen an der Währungsfront machen die Bewertung von US-Titeln in meinem Datenbestand schwierig, aber egal, ob ich EPS2016e mit dem aktuellen Dollar-Kurs oder mit demjenigen von Anfang 2015 bewerte, das aktuelle KGV liegt in beiden Fällen (mehr oder weniger knapp) über dem 10-Jahres-Durchschnitt von 14,4, was bei einer zugegebenermaßen sehr robusten “5+3”-Aktie nicht für ein “Kaufen” ausreicht (für ein “Halten” aber ziemlich deutlich).

