

# Aktienanalyse und Unternehmensbewertung Schnelleinstieg

Praktische Methoden und Strategien für Privatanleger

» Hier geht's  
direkt  
zum Buch

# DIE LESEPROBE

# Kapitel 1

## Die Grundlagen

### 1.1 Der Grundstein: Was sind Aktien?

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## 1.2 Wie hängt der Aktienkurs mit dem Unternehmen zusammen?

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

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

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

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

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

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

## **1.3 Warum sollte man selbst Unternehmen bewerten?**

### **1.3.1 Bringt das Bewerten Vorteile?**

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

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

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

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

### ETFs

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

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

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

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

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

### Hinweis

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

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

gegenüber dem Großteil der Fondsmanager aufgrund der geringeren Kosten vorn.

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

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

### Beispiel: Buffetts Überrendite

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### 1.3.2 Warum nicht fremden Analysen vertrauen?

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

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

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

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

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

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

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

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

## 1.4 Kann man die Berechnung der Kennzahlen outsourcen?

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

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

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



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

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

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

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

## 1.5 Welche Sicherheiten gibt mir meine Analyse und welche nicht?

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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