



Bankhaus Lampe



Unternehmensanalyse aus Sicht der Aktienmarkt-Teilnehmer

Christoph Schlienkamp, Investmentanalyst DVFA

christoph.schlienkamp@bankhaus-lampe.de

15. Januar 2019

Rechtlicher Hinweis

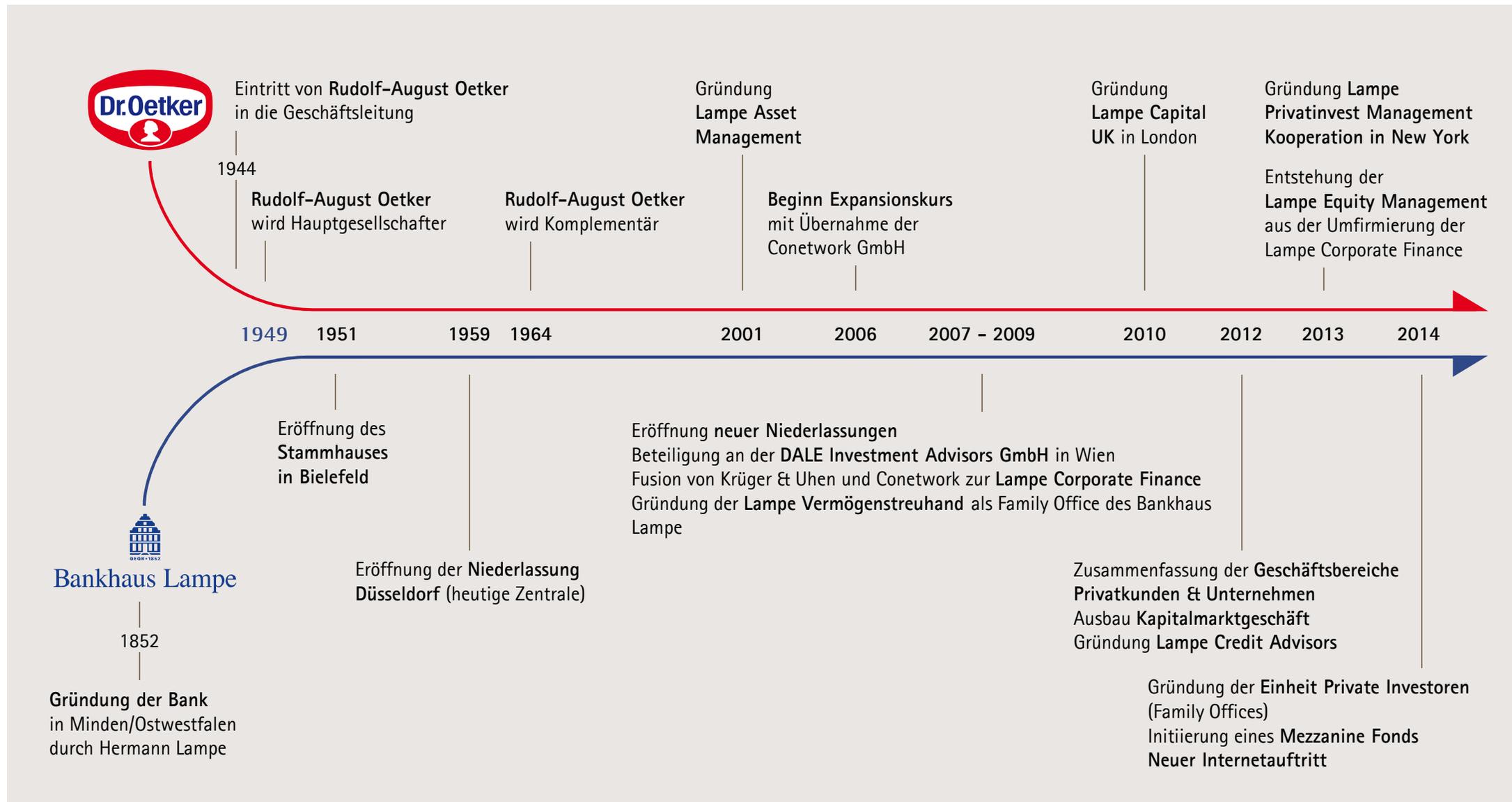
Diese Ausarbeitung ist nur für den Empfänger bestimmt, dem die Bankhaus Lampe KG die Ausarbeitung willentlich zur Verfügung gestellt hat. Soll diese Ausarbeitung einem Kunden zur Verfügung gestellt werden, so gilt allein der Kunde als Empfänger, auch wenn einem Angestellten oder sonstigen Repräsentanten des Kunden diese Ausarbeitung übergeben wird. Die Ausarbeitung darf vom Empfänger weder veröffentlicht noch an Dritte weitergeleitet oder Dritten zugänglich gemacht werden.

Die Ausarbeitung gilt nicht als Angebot. Gemachte Indikationen sind als unverbindlich zu verstehen. Preise, Zinssätze und sonstige Indikationen sind von den Marktgegebenheiten abhängig, die zu dem Zeitpunkt gelten, in dem mit dem Kunden ein Geschäft vereinbart wird. Die Ausarbeitung dient allein als Orientierung, wie ein Geschäft aussehen könnte.

Die Ausarbeitung allein stellt auch keine Empfehlung oder Rat dar. Die dargestellten Sachverhalte dienen ausschließlich der generellen Erläuterung und lassen keine Aussagen über zukünftige Verluste oder Gewinne zu. Vor Abschluss eines Geschäftes ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung durch Ihren Kunden- bzw. Fachbetreuer notwendig.

Für Schäden, die im Zusammenhang mit einer Verwendung/Verteilung dieser Ausarbeitung entstehen oder entstanden sind, übernimmt die Bankhaus Lampe KG keine Haftung.

Bankhaus Lampe ist ein Unternehmen der Oetker-Gruppe. Zwei Unternehmen, die zusammenpassen – verbunden seit 1949



Die Oetker-Gruppe ist ein diversifiziertes Unternehmen mit eigenständigen Geschäftsbereichen und starken Marken

Nahrungsmittel



Bank



Bankhaus Lampe

Sekt | Wein | Spirituosen



Bier | alkoholfreie Getränke



Weitere Interessen



BRENNERS PARK-HOTEL & SPA
BADEN-BADEN

Informationen zur Oetker-Gruppe*

Unternehmen	Umsatz in Mio. €	Eigenkapital in Mio. €	Bilanzsumme in Mio. €	Mitarbeiter
327 (davon 136 im Ausland)	11.601 (davon 66,5 % im Ausland)	3.749	9.143	32.204

*Quelle: Geschäftsbericht der Oetker-Gruppe 2017 (Im Geschäftsjahr 2017 ist der Geschäftsbereich Schifffahrt bis zum 30.11.2017, dem Zeitpunkt der Entkonsolidierung, berücksichtigt.)

Die Geschäftsführung der Bank trägt Verantwortung und bietet langjährige Erfahrung zum Wohl des Kunden



Klemens Breuer

Persönlich haftender
Gesellschafter, Sprecher



Markus Bolder

Persönlich haftender
Gesellschafter



Ute Gerbaulet

Persönlich haftende
Gesellschafterin



Michael C. Maletzky

Mitglied der Erweiterten
Geschäftsleitung



Oliver Plaack

Mitglied der Erweiterten
Geschäftsleitung

Das Verständnis unseres unternehmerischen Handelns: Besonderes leisten

Unabhängigkeit und Verantwortung

- Stabiler, industriell geprägter Gesellschafterhintergrund ohne Konzerndiktat
- Persönlich haftende Gesellschafter

Exklusivität und Individualität

- Exzellentes nationales und internationales Netzwerk durch umfangreiche Kontakte des Bankhaus Lampe Konzerns und der Oetker-Gruppe
- Individuelle Dienstleistungslösungen und Anlagekonzepte für einen ausgewählten Kundenkreis

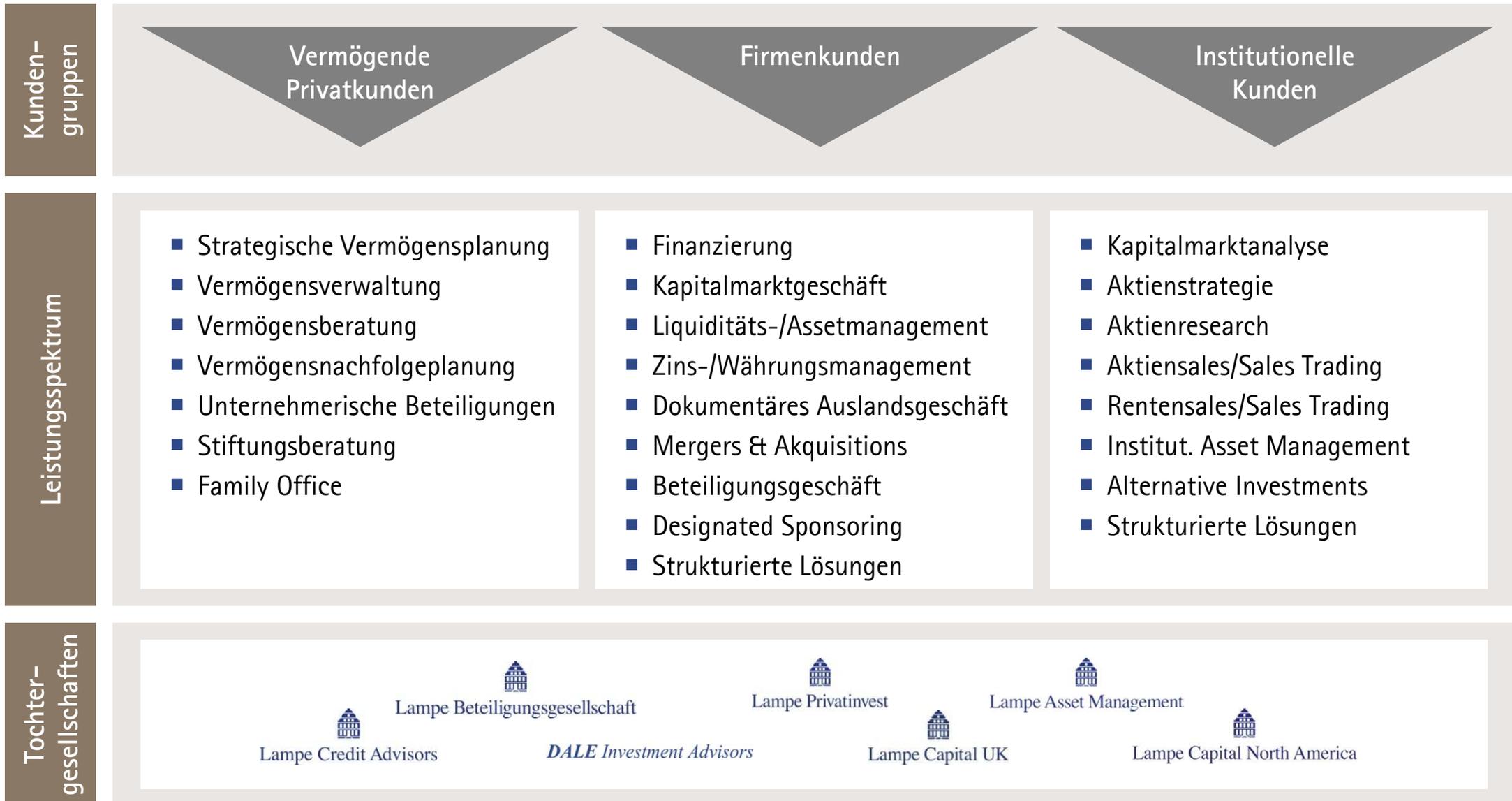
Professionalität und Flexibilität

- Langjährige Erfahrung der Mitarbeiter bei hohem Ausbildungsniveau mit regelmäßigen Weiterbildungen
- Kurze Entscheidungswege durch flache Hierarchien

Tradition und Moderne

- Langfristige, generationsübergreifende Interessen bewirken Kontinuität in der gesamten Bank
- Aufgeschlossene Begleitung von neuen Entwicklungen bei vorsichtigem Umgang mit Trends

Bankhaus Lampe konzentriert sich auf drei ausgewählte Zielgruppen und wird durch Tochtergesellschaften unterstützt



Die Geschäftsentwicklung hat sich im herausfordernden Umfeld gut behauptet

Geschäftsentwicklung Bankhaus Lampe

in Mio. EURO	2015	2016	2017
Bilanzsumme	2.658	2.885	3.104
Eigenkapital (einschließlich Konzernbilanzgewinn)	304	348	308
Zinsüberschuss (einschließlich laufende Erträge)	43	49	47
Provisionsüberschuss	110	100	90
Konzern-Jahresüberschuss	23	55	16
Zahl der aktiven Mitarbeiter	652	670	626

- Die Kernkapitalquote liegt mit 15,0 % deutlich über den aufsichtsrechtlichen Anforderungen
- Die Assets under Management betragen per 31.12.2017 rund 22,4 Mrd. €

CV Christoph Schlienkamp



Christoph Schlienkamp, Dipl.-Volkswirt, Investment Analyst DVFA

- Christoph Schlienkamp ist als Managing Director Research im Bankhaus Lampe in Düsseldorf tätig. Den Schwerpunkt seiner Tätigkeit bildet die Aktienanalyse, insbesondere deutscher Mid und Small Caps.
- Nach seinem volkswirtschaftlichen Studium an der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität in Bonn arbeitete er in der volkswirtschaftlichen Abteilung sowie in der Finanzmarktanalyse einer genossenschaftlichen Zentralbank in Düsseldorf.
- Christoph Schlienkamp ist geschäftsführender Vorstand der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) und Vorsitzender der Kommission Unternehmensanalyse. Daneben ist er Repräsentant der DVFA bei der Deutschen Prüfstelle für Rechnungslegung (DPR) sowie Mitglied des Arbeitskreises Externe Rechnungslegung (AKEU) der Schmalenbach Gesellschaft .
- Christoph Schlienkamp verfügt über eine langjährige Expertise als Leiter von Workshops zur Konjunktur-, Zins- und Aktienmarktanalyse. Er ist Autor mehrerer Lehrbücher und zahlreicher Fachartikel zum Thema Kapitalmarktanalyse. Zudem ist er Dozent an Frankfurt School of Finance and Management im Ausbildungsprogramm C.I.R.O. (Certified Investor Relations Officer) sowie an der ISM International School of Management in Dortmund. Die Schwerpunkte seiner Vorlesungen liegen in den Bereichen Unternehmensanalyse, Unternehmensbewertung, Finanzierung sowie Portfolio- und Asset Management.

Research Department



Dr Karsten Iltgen

- Co-Head Research
- prev.: Credit Suisse
 - >15y research expertise



Christin Ludwig

- Co-Head Research
- prev.: Berenberg Bank
 - >10y research expertise



Christoph Bast

- prev.: Equinet
- 10y research expertise



Stephan Bauer

- prev.: Bankhaus Metzler
- 9y research expertise



Volker Braun

- prev.: Commerzbank
- >15y research expertise



Heiko Feber

- prev.: Berenberg Bank
- >10y research expertise



Marc Gabriel

- prev.: Sparkassen Group
- 10y research expertise



Dr Georg Kanders

- prev.: WestLB
- >25y research expertise



David Klus



Andreas Schäfer

- prev.: WestLB
- >15y research expertise



Gordon Schönell

- 10y research expertise



Neil Smith

- prev.: WestLB
- >15y research expertise



Wolfgang Specht

- prev.: WestLB
- >15y research expertise



Christoph Schlienkamp

- prev.: WGZ Bank
- >25y research expertise



Dr Ulrike Rondorf

- prev.: Commerzbank
- > 5y professional expertise

Der typische Investor



Equity Research (Aktien-Research “Sell-Side”)

(Sektor-spezifische) Analyse von Aktien mit dem Ziel, Investmentempfehlungen auszusprechen und als Intermediär zwischen Emittenten und Investoren zu dienen

- Finanzanalyse einer Gesellschaft mit Blick auf den Kapitalmarkt (Wettbewerbsanalyse, Marktposition, Marktentwicklung sowie operative bzw. finanzielle Chancen, Risiken, Stärken, Schwächen)
 - Ableitung eines Kursziels und einer Handlungsempfehlung
 - Hintergrund: Kapitalmärkte sind nur teilweise effizient und einige Entwicklungen werden erst mit Zeitverzug eingepreist
 - Vorwegnahme der erwarteten Stimmung im Markt vor der Masse
 - Adressaten: Institutionelle Investoren
(≠ Buy side: Inhaus Investmentempfehlungen gegenüber Portfoliomanagern)
 - Marketing einer Equity Story (incl. M&A Transaktionen, IPO pitches)
- ➔ Realisierung von Provisionserlösen für die Bank

Coveruniversum

14 Analysten covern

- 160 Unternehmen in
- 17 Sektoren

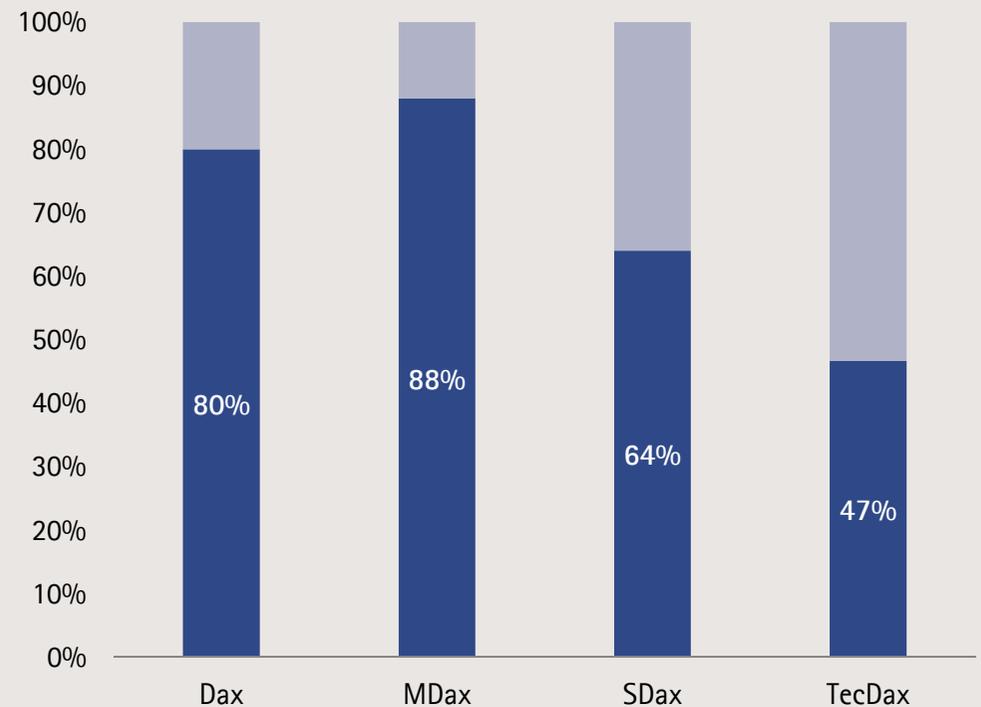
Fokus auf Deutschland

- 150 gecoverte Unternehmen aus Deutschland (93%),
- 10 Gesellschaften aus dem STOXX 50 Index (nur Banken und Versicherungen)

➔ Ziel ist die Coverage von 170-180 Unternehmen

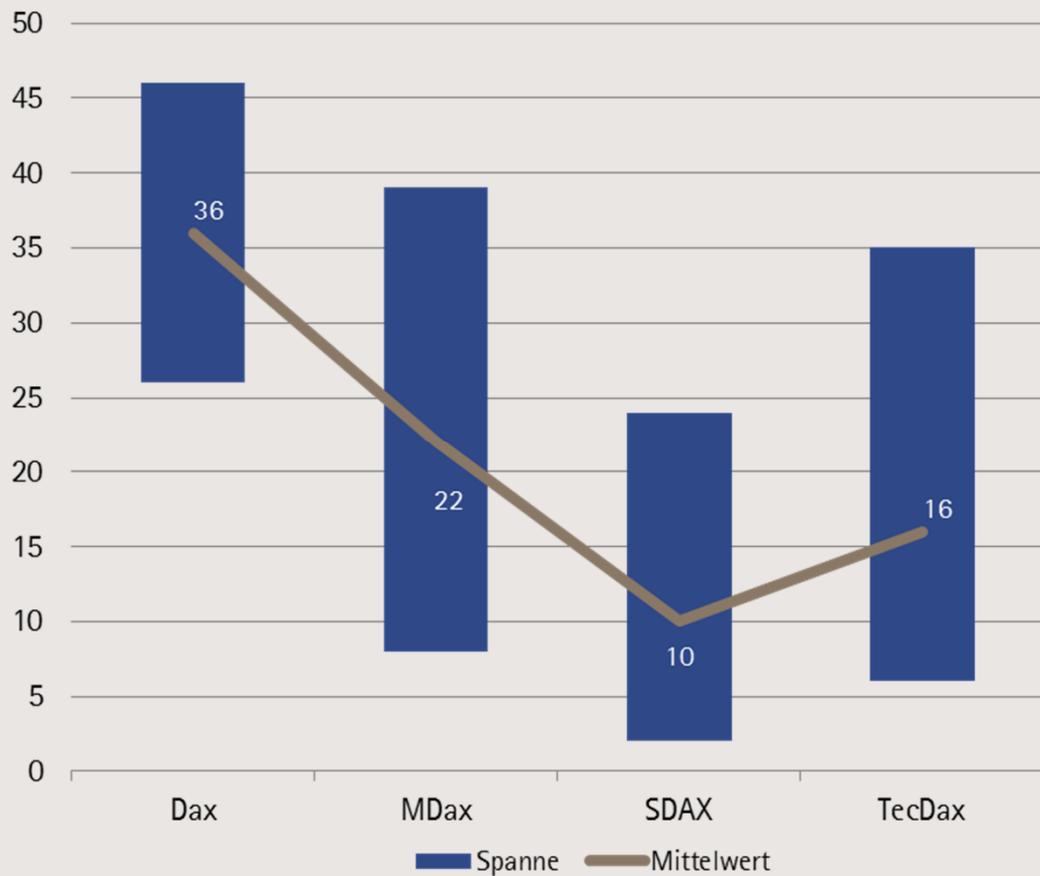
➔ Zuwachs vor allem im DAX, MDAX, SDAX

Bankhaus Lampe Index Coverage in Deutschland



Wettbewerbsumfeld

Durchschnittliche Anzahl von Analysten nach Index

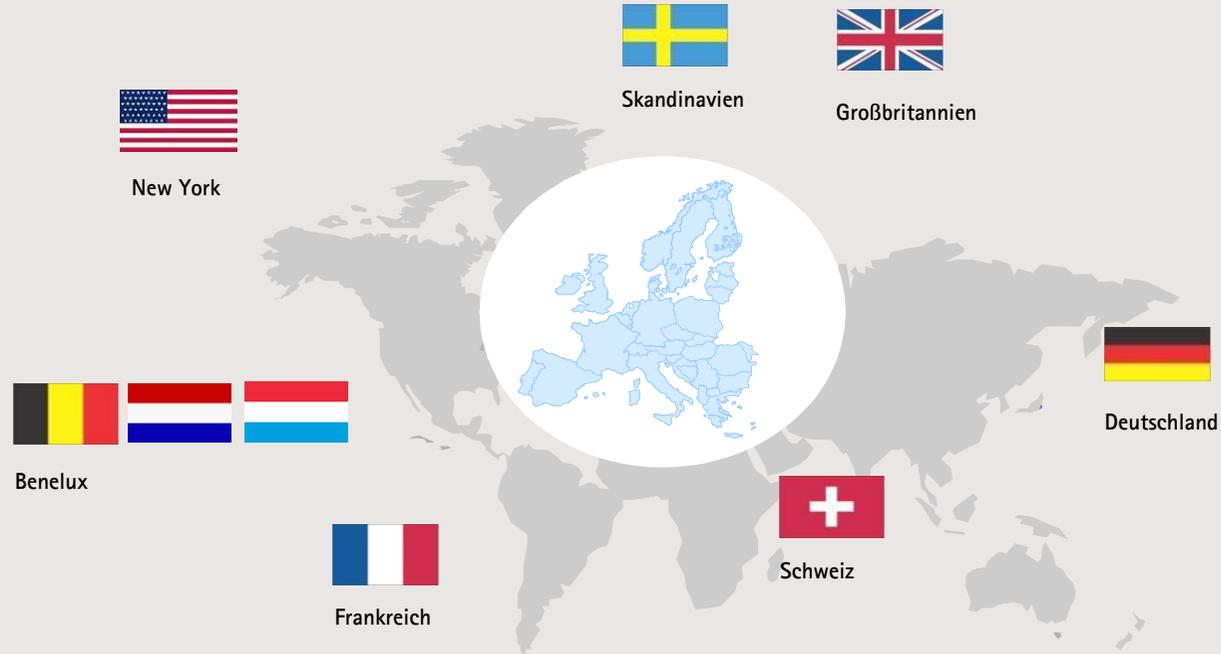


Wettbewerber mit deutschsprachigem Produkt

equinetBank (AKTIENGESELLSCHAFT)
WARBURG RESEARCH
METZLER (B. Metzler seel. Sohn & Co.)
ODDO SEYDLER
COMMERZBANK
HAUCK & AUFHÄUSER (PRIVATBANKIERS SEIT 1796)
BAADER
Kunden (in a blue box)
BERENBERG (PRIVATBANKIERS SEIT 1590)
Kepler Cheuvreux
MAINFIRST
HSBC Trinkaus
Deutsche Bank
DZ BANK

Salesnetzwerk mit Fokus auf Europa

Institutionelle Kunden



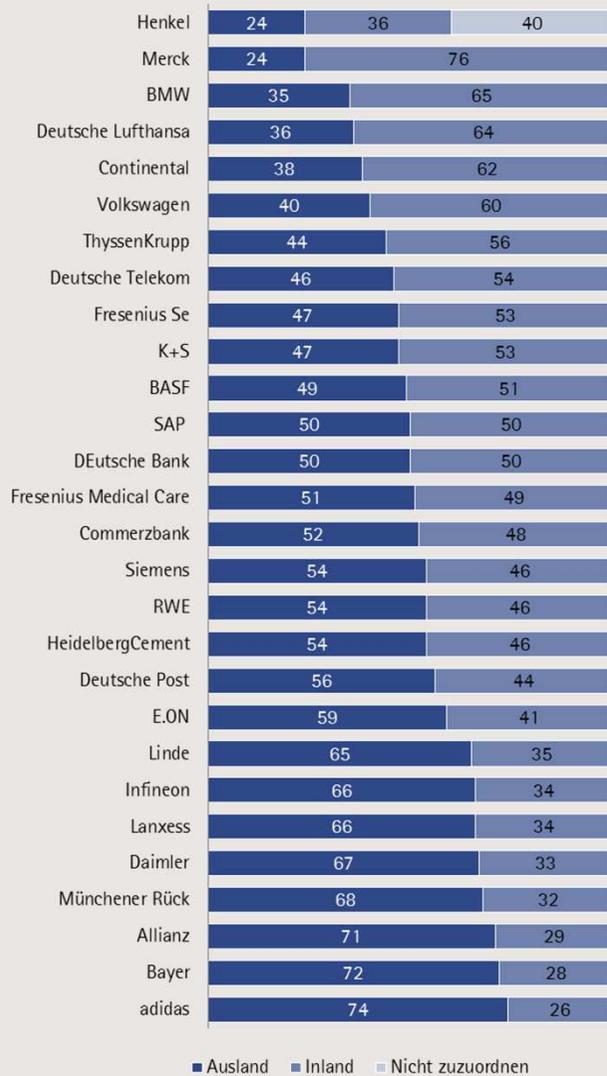
Bankhaus Lampe Equity Plattform

16 Sales / Sales Trading Professionals an 5 Standorten garantieren Zugang zu allen relevanten Investoren in Europa, Großbritannien und den USA

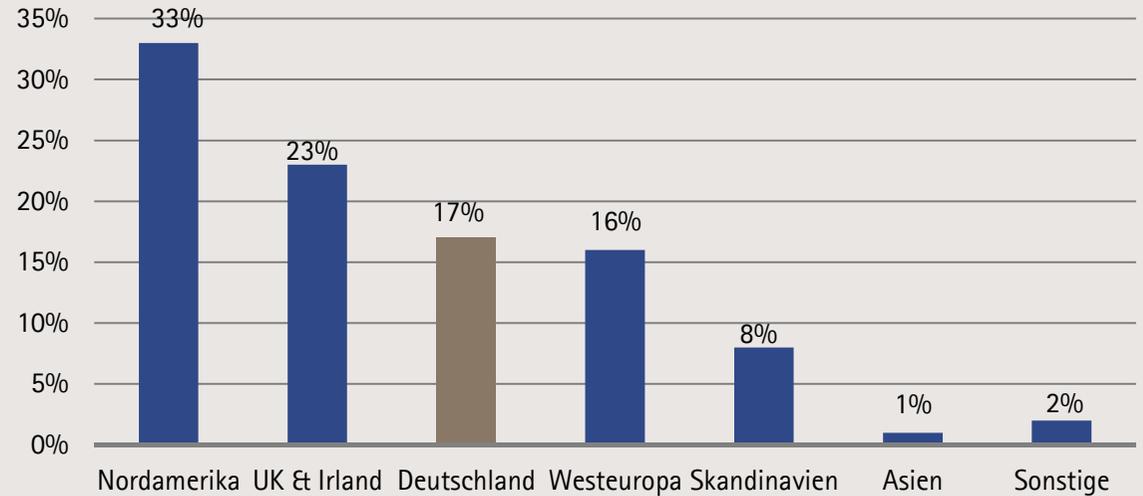
Düsseldorf	Hamburg	Frankfurt	London	USA
3 Sales	2 Sales 3 Sales Trading	2 Sales	4 Sales	1 Sales 1 Sales Trading

Warum international?

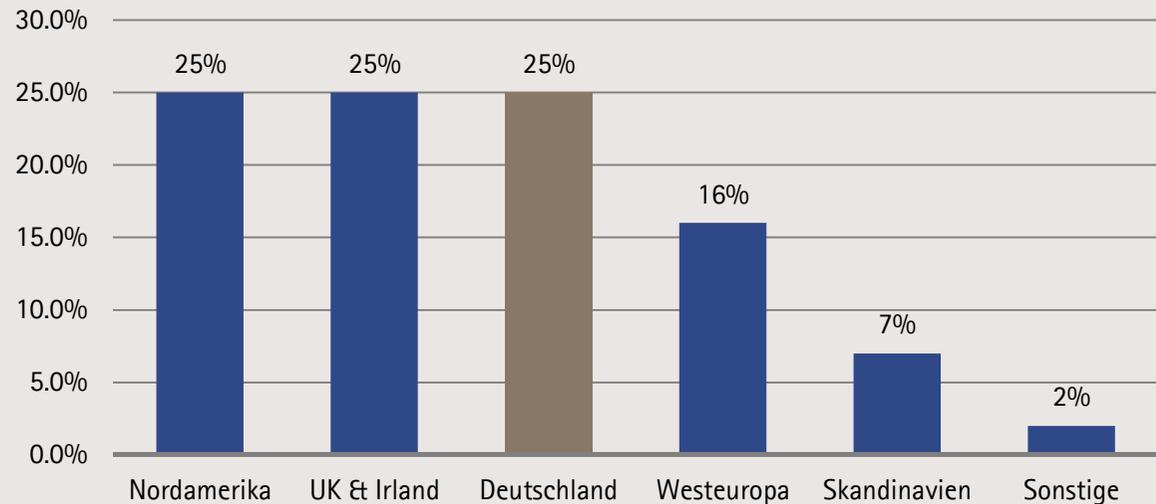
54% der DAX Gesellschaften gehören Ausländern



MDAX: Nur 17% des Free Float liegen bei Inländern



SDAX: Nur 25% des Free Float liegen bei Inländern



Quelle: Ernst & Young, 2015 (Henkel, Infineon 2014), Börsenzeitung, 26.1.2016

Research Produktstrategie

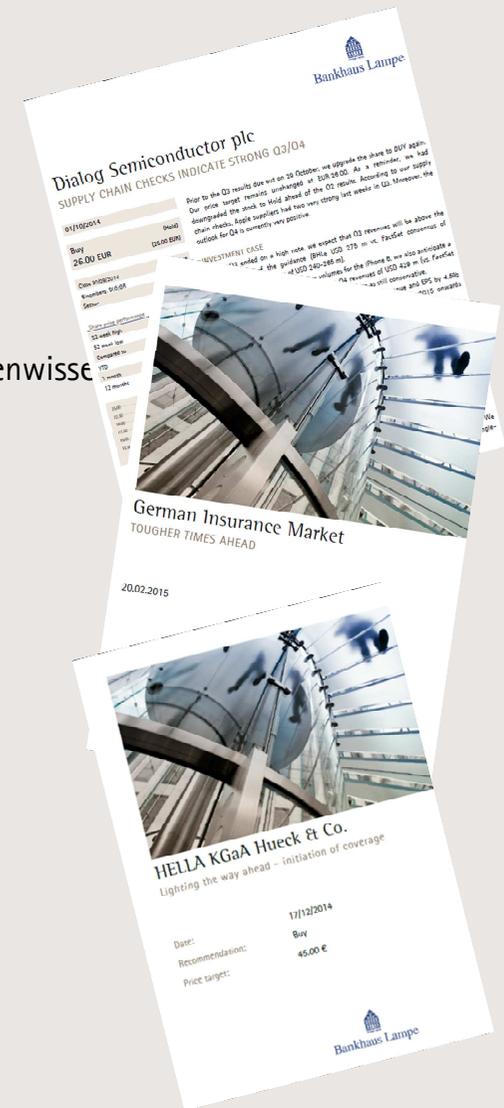
Ideengetrieben

- 14 Analysten mit Schwerpunkt Deutschland
- 160 analysierte Gesellschaften / > 350 Unternehmen auf der Watchlist
- Breite Coverage von Small zu Large Caps → Sweet spot sind Mid Caps (Liquidität > € 5 m)
- Ganzheitlicher Ansatz (über die gesamte Wertschöpfungskette und verschiedene Branchen)
- Klare Handlungsanweisungen zum Kauf oder Verkauf eines Papiers
- - unterstützt durch einen forward-looking Investment Case
 - Wo liegt der Markt falsch?
 - Wo unterscheiden wir uns vom Konsens?
 - Was wissen wir besser?
- Was sind Katalysatoren?

Research Products

Fokus auf Ideen & Topics

- Idea Notes:
 - Starke Ideen mit Katalysatoren
 - Hoher Fokus des Analysten
- Branchenstudien:
 - Detaillierte Analyse von Themen, bei denen wir aufgrund von Expertenwissen und Erkenntnissen einen Vorteil haben.
 - Verbesserung unserer Branchenexpertise
- Unternehmensupdates:
 - Wichtige Veränderungen in Schätzungen oder Bewertung
 - Hohe Qualität erforderlich
- Morning Light:
 - Kommentierung tagesaktueller Ereignisse
 - Schnell und umfassend
- Weekly Preview
 - Erwartungen an die anstehende Berichterstattung der Unternehmen
- Alpha Liste:
 - Topideen, selektiert von Research, Sales & Sales Trading



Ein Tag im Leben eines Analysten

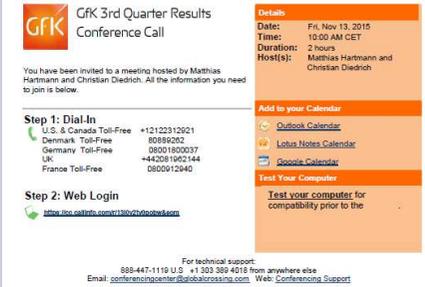
Uhrzeit	To Dos - Aufgaben	
7:00	Überprüfung der aktuellen Nachrichten und möglicher Auswirkungen auf die gecoverten Aktien	
bis 8:15	Analyse der Zahlen, Überprüfung von Hintergrundinformationen und Diskussion von Sachverhalten mit dem Unternehmen → Schreiben von Kommentaren für das <i>Bankhaus Lampe Morning Light</i>	
8:00	Morning Meeting: Kommentieren/ Präsentieren von aktuellen Ideen und Bewertungen im eigenen Salesteam	
8:30	Anruf wichtiger Investoren	

Ein Tag im Leben eines Analysten

To Dos – Aufgaben

Teilnahme an Telefonkonferenzen, Analystenkonferenzen oder Kapitalmarkttagen etc.

- Updates und Hintergrundinformationen für das eigene Salesteam und Kunden



Vorbereitung längerer Studien: Research, Gespräche mit Wettbewerbern, Verbänden, Unternehmensbesuche

29 Donnerstag Oktober 2015	
07	CS: Schlerkamp, Christoph: Quantalation PSI
08	CS: Schlerkamp, Christoph: Herfug München
09	
10	
11	CS: Schlerkamp, Christoph: Herfandiger, CFO, Joseph, Ort München
12	
13	CS: Schlerkamp, Christoph: Herfandiger, Terence/Fusa
14	
15	CS: Schlerkamp, Christoph: CC Takt
16	CS: Schlerkamp, Christoph: Herfandiger, CEO, Chous Olan Energy mit Detlef Schreiber, Lampe Equity, Ort München

Analyse der Gesellschaft mit Hilfe von Excel-Modellen

- Unternehmensbewertung
- Augen auch auf Non-financials bzw. weiche Faktoren werfen

Peer-Group-Analyse (Schlusskurse vom 20.08.2015)

Capital Stage AG	Kurs	EV/Umsatz	EV/Umsatz	EV/EBIT	EV/EBIT	KGV	KGV	KBV	KBV
Peer Group Analyse	[in €]	z 2015e	z 2016e	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2016e
NRG Yield, Inc. Class C	19,90	8,9	7,6	17,9	14,7	22,7	17,7	2,0	1,5
NextEra Energy Partners LP	36,66	13,6	10,5	26,1	19,5	38,1	23,3	1,8	1,7
TermoForm Power, Inc. Class A	34,43	16,6	11,8	48,4	29,9	160,1	50,3	3,3	2,8
Abengoa S.A. Class A	2,98	1,2	1,2	10,1	10,8	13,3	12,3	1,3	1,2
Pattern Energy Group, Inc. Class.	26,02	10,1	7,5	44,6	24,9		46,9	1,4	1,3
Peer Group Median		10,1	7,6	26,1	19,5	29,4	23,3	1,8	1,5
Capital Stage AG	6,37	11,6	10,4	19,3	17,0	14,1	12,2	1,8	1,8
Prämie (+) / Abschlag (-) in %		15%	37%	-26%	-13%	-52%	-48%	1%	7%
Wert pro Aktie [€]		4,04	0,76	12,68	9,38	13,24	12,21	6,33	5,06
Abschlag/Prämie		0,0%							
Fairer Wert pro Aktie [€]									8,08

Quelle: FactSet (Peers), Bankhaus Lampe Research

Ein Tag im Leben eines Analysten - Intermediär zwischen Emittent und Investor

Analysten Roadshow


Bankhaus Lampe

Analyst presentation mit Christoph Schlienkamp / Alexandra Schlegel am 04.02.2015 in Frankfurt

Teilnehmer	Mobilnummer	Flüge	Hotel
Bankhaus Lampe KG Alexandra Schlegel	0173 / 5781905		

Uhrzeit	Event	Details	Teilnehmer
10:00 - 11:00	1 on 1	DEKA Mainzer Lanstr. 16, Frankfurt	Thomas Jantos Tel: 069-71472901
12:30 - 14:30	1 on 1	Prisma Mina-Rees-Strasse 6 A, Darmstadt	Bernd Bötsch Tel: 06151-6671513

Unternehmens Roadshow


Bankhaus Lampe

Roadshow mit Axel Springer SE am 10.09.2015 in Belgien

Teilnehmer	Mobilnummer	Flüge	Hotel
Axel Springer SE Julian Deutz, CFO		06:40 - 08:50 LHR - BRU BA388	
Claudia Thomé Head of IR	0049 160 90446035	06:40 - 08:50 LHR - BRU BA388	
Bankhaus Lampe KG Christoph Schlienkamp	0173 5783040		

Fahrservice: Limousinenservice - QualityLine, Tel.: 0049 2151 4105940, Fahrer: Steve 0032 489 271 858

Anzahl benötigter Präsentationen: 8

Uhrzeit	Event	Details	Participant
09:45 - 11:15	1 on 1	Reiseplanung: 08:50 Uhr Abholung vom Flughafen Capital et Work 153 Avenue de la Couronne, 1050 Ixelles	Flieg Bruynooghe Tel: 0032 28633703
12:00 - 13:30	Lunchmeeting	Reiseplanung: Fahrservice Restaurant Smoods (Hotel Bloom) Rue Royale 250, Brussels Capricorn	Tel: 0032 2 220 06 06 Yves Vaneeerdevegh Tel: 0032 18264122
14:00 - 15:00	1 on 1	Reiseplanung: 13:30 Uhr Fahrservice für Herrn Deutz zur avenue Général Dumonceau 56 Reiseplanung: Taxi für Frau Thomé und Herrn Schlienkamp Petercam Place Sainte-Gudule 10, Brüssel	Lieven Op De Beeck Tel: 0032 22298374

Investorenkonferenzen



Bankhaus Lampe German Conference 2018



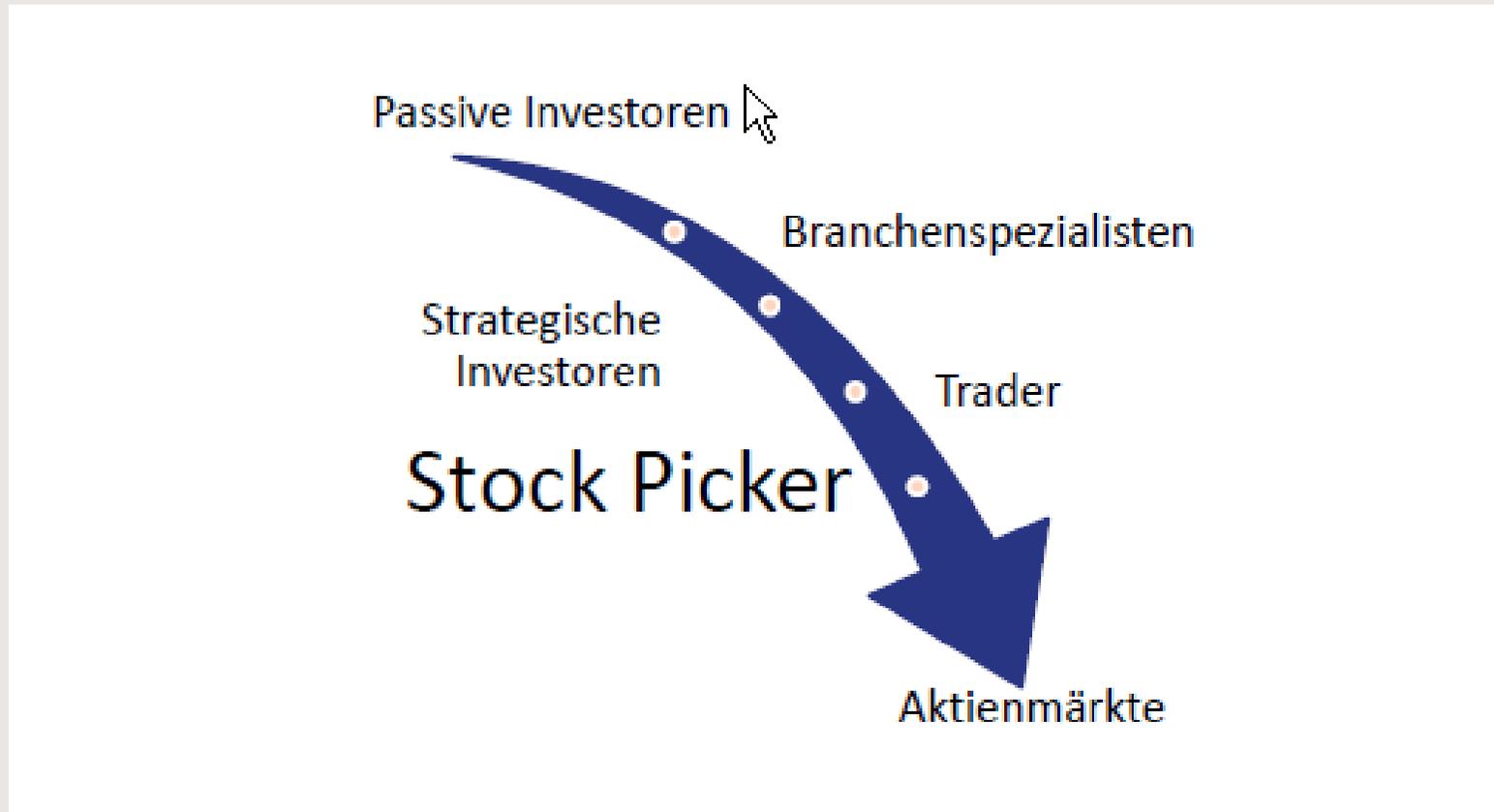
Bankhaus Lampe German Technology Seminar



Frankfurt Conference
„E-Commerce versus Shopping Experience -
Understanding Tomorrow's Digital Customer“

Anlagemotive

An den Märkten agieren viele Anleger mit unterschiedlichen Motiven



Mythen – drei kurze Wahrheiten zur Unternehmensbewertung

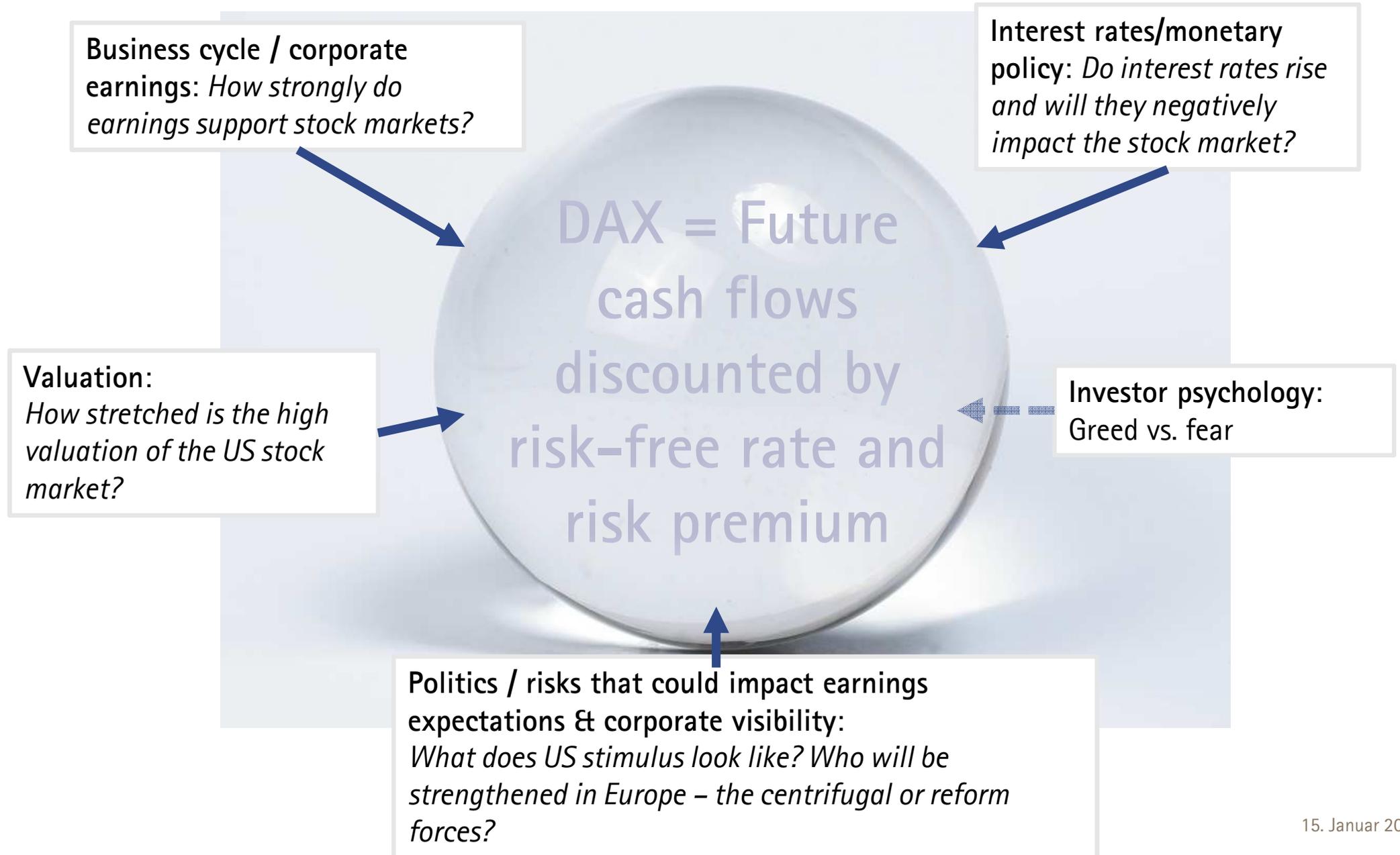


„Valuation is not a science, but an art“

Aswath Damodaran

- 1 **Es gibt keinen „wahren“ Wert**, eine Bewertung ist immer durch die Perspektive des Bewertenden verzerrt und im höchsten Maße subjektiv
- 2 **Komplexer ist nicht immer besser** – nur weil eine Bewertung auf einem umfangreichen und komplexen Modell beruht, ist sie deswegen nicht „besser“ (wie auch immer definiert)
- 3 **Wert ist nicht zwingend gleich Preis** – Preise spiegeln neben dem zugrundeliegenden Wert auch Meinungen und Erwartungen von Investoren wider

Stock market forecasts – looking at earnings, interest rates, politics



Übersicht Bewertungsverfahren

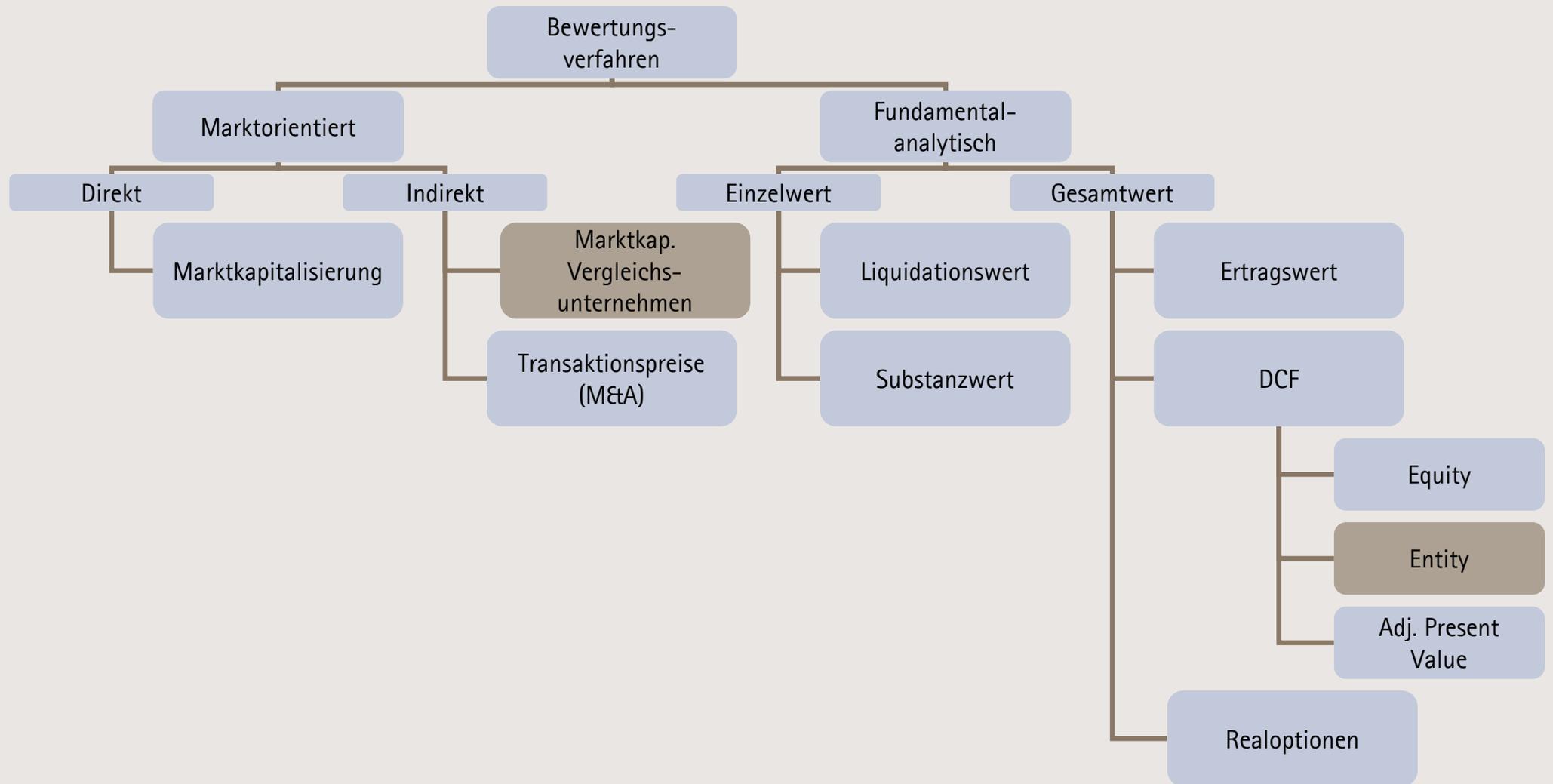
A Fundamentalanalytische Unternehmensbewertung / Discounted-Cash-flow- (DCF) Verfahren

1. Grundlagen
2. Kapitalkosten
3. Schätzung von Cash-flows
4. Ermittlung des Barwertes

B Marktorientierte Bewertung / Multiple Verfahren

1. Grundlagen
2. Kurs/Gewinn-Verhältnis
3. EV/Ergebnis oder EV/Cash-flow
4. Preis/Buchwert
5. Zusammenfassung

Die unterschiedlichen Bewertungsansätze



Die wichtigsten Bewertungsansätze

Fundamentalanalytische Unternehmensbewertung / DCF-Verfahren

- Der Wert eines Vermögensgegenstandes richtet sich nach dem Barwert der erwarteten, zukünftigen Zahlungsströme aus dem Vermögensgegenstand

Marktorientierte (oder Multiple) Bewertung

- Die Wertermittlung eines Vermögensgegenstandes ergibt sich aus der Bewertung / dem Preis eines vergleichbaren Vermögensgegenstandes relativ zu einer gebräuchlichen Variablen wie dem Ergebnis, Cash-flow, Buchwert oder Umsatz

Fundamentalanalytische Bewertung

Was ist das?

- Bei der DCF-Bewertung entspricht der Wert eines Vermögensgegenstandes dem Barwert seiner erwarteten, zukünftigen Zahlungsströme.

Annahme

- Jeder Vermögensgegenstand hat einen inneren Wert, der auf Basis von Determinanten wie dem Cash-flow, der Wachstumsrate und dem Risiko geschätzt werden kann.

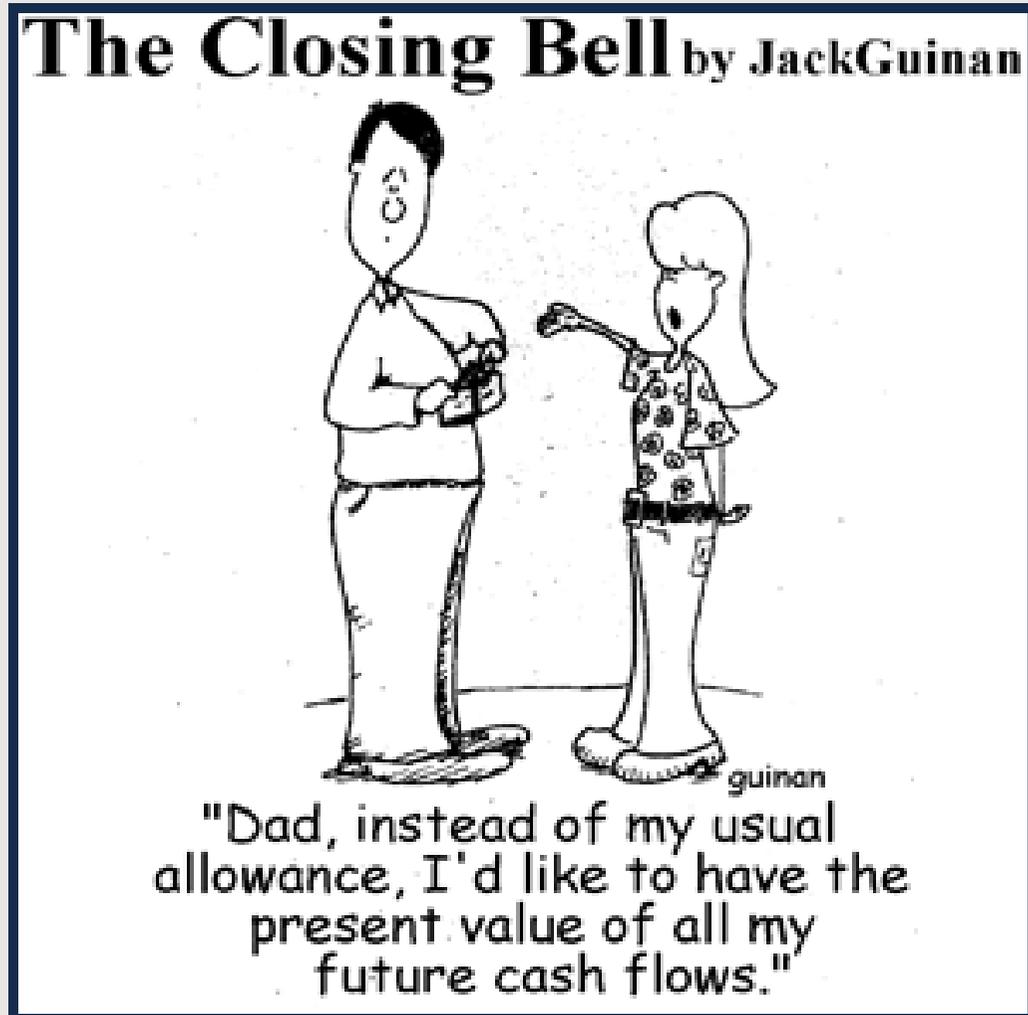
Benötigte Informationen

- Zur Anwendung eines DCF-Verfahrens muss man die folgenden Einflussfaktoren schätzen:
 - Lebensdauer des Vermögensgegenstandes
 - Cash-flows während dieser Zeit
 - Abzinsungsfaktor, der auf die Cash-flows angewendet wird, um den Barwert zu erhalten

Markt-Ineffizienzen

- Grundlage des DCF-Verfahrens ist des weiteren die Annahme, dass der Kapitalmarkt temporäre Bewertungsfehler aufweist, die korrigiert werden, wenn den Kapitalmarktteilnehmern neue Informationen zugänglich werden.

Heute mehr wert als morgen ...

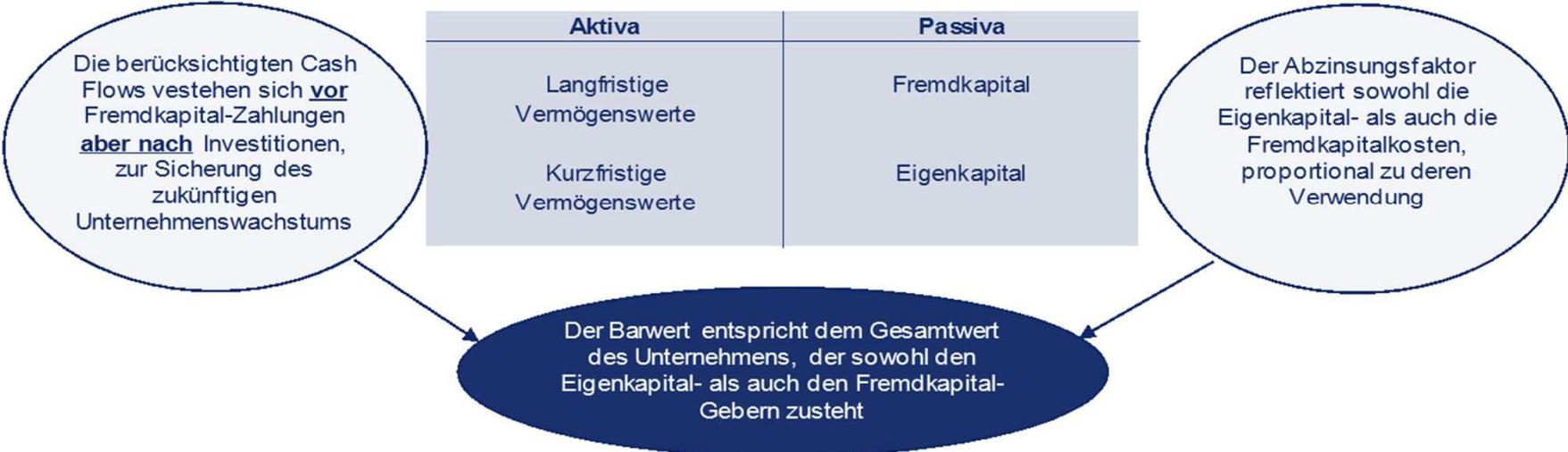


Equity & Entity Bewertung

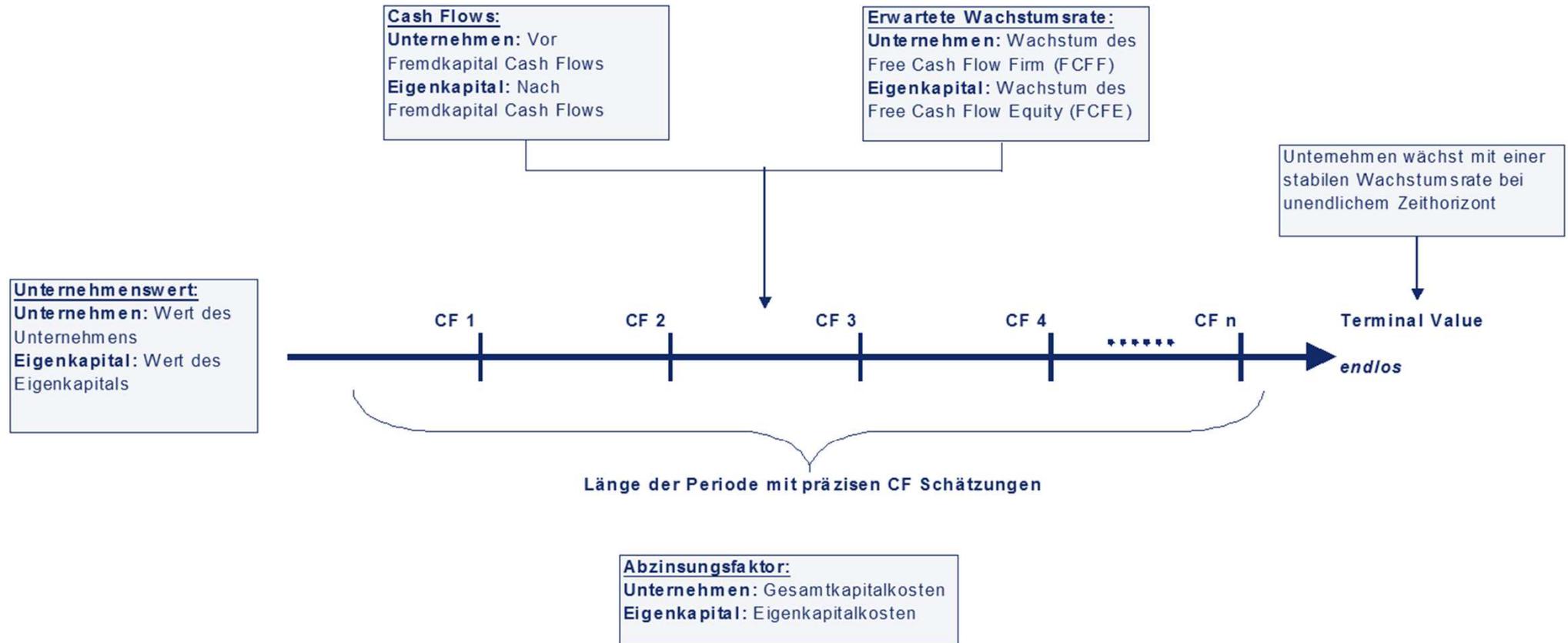
Equity Approach



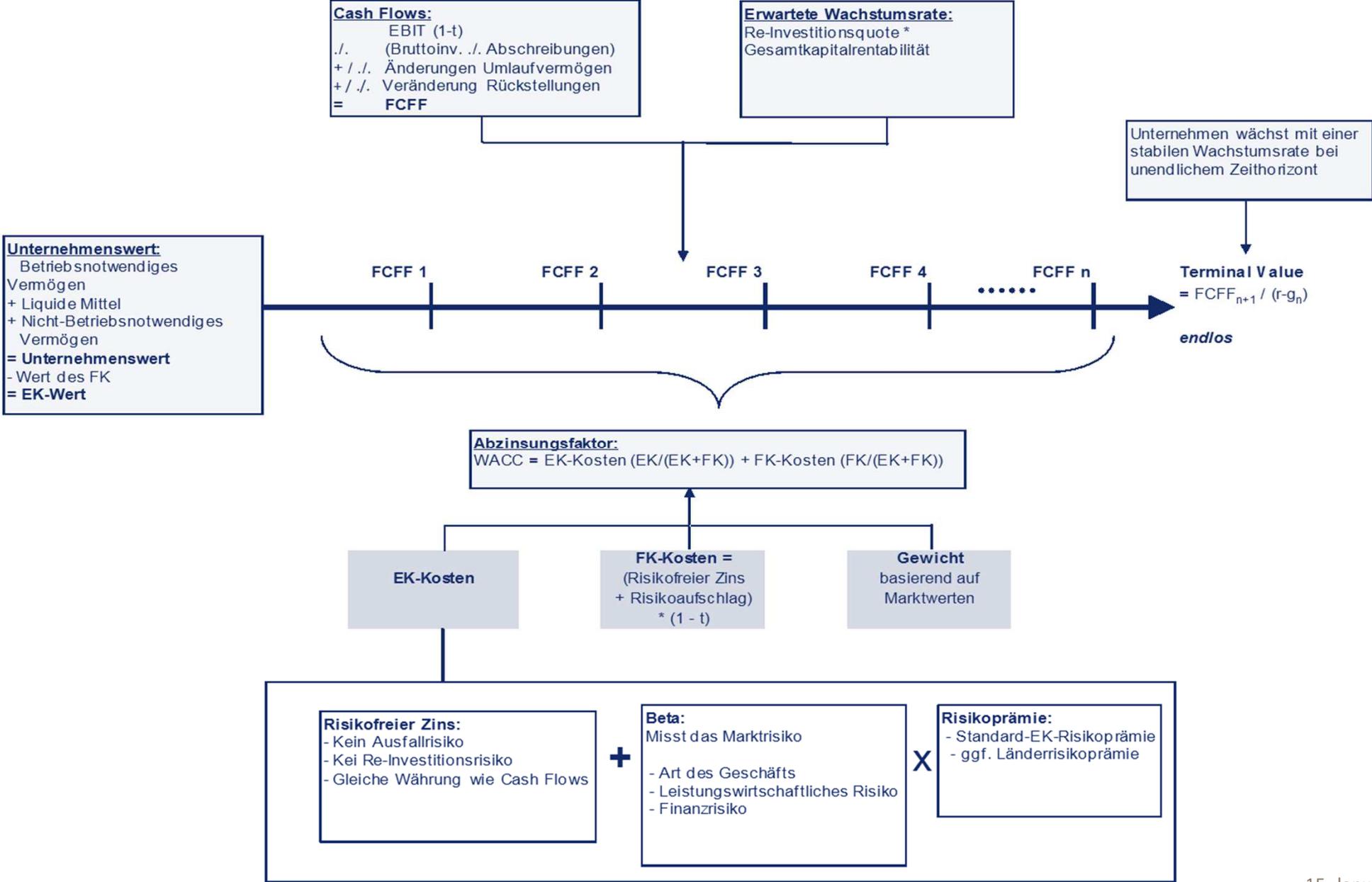
Entity Approach



DCF-Bewertung mit unendlichem Zeithorizont (1)



DCF-Bewertung mit unendlichem Zeithorizont (2)



Determinanten des Wachstums

Größe des Unternehmens

- Erfolg führt zu Unternehmenswachstum. Wenn ein Unternehmen größer wird, wird es für das Unternehmen schwieriger eine hohe Wachstumsrate beizubehalten (Skaleneffekte, Mitbewerber, etc.).

Aktuelle Wachstumsrate

- Historische Wachstumsraten sind nicht immer ein verlässlicher Indikator für zukünftige Wachstumsraten, aber es besteht eine Korrelation zwischen aktuellen und zukünftigen Wachstumsraten.
- Ein Unternehmen, das heute mit 30% p. a. wächst, hat wahrscheinlich auch künftig noch eine höhere Wachstumsrate, die länger andauern wird, als ein Unternehmen, das heute bereits „nur noch“ mit 10% p. a. wächst.

Markt-Eintrittsbarrieren & Differenzierungskriterien

- Hohes Wachstum resultiert im Endeffekt aus hohen Erträgen aktueller Projekte, welche im Umkehrschluss aus Markteintrittsbarrieren und einer Differenzierung zu Konkurrenzprodukten generiert werden können.
- Die Frage, wie hoch eine Wachstumsrate ist und wie lange sie gesichert werden kann, hängt daher kausal von Markteintrittsbarrieren & Differenzierungskriterien ab.

Charakteristika stabilen Wachstums

In der Phase des stabilen Wachstums, sollten Unternehmen grundsätzlich ähnliche Charakteristika aufweisen.

- Das Risiko des Unternehmens, gemessen durch Beta und Rating, sollte das „Standard-Risiko“ eines Unternehmens mit stabilem Wachstum widerspiegeln. Das heißt:
 - das Beta bewegt sich in Richtung 1
 - die Fremdkapitalkosten sollten die Sicherheit & Verlässlichkeit eines stabil wachsenden Unternehmens reflektieren (BBB oder besser)

Der Verschuldungsgrad steigt gegebenenfalls, da bei höheren und stabilen Ergebnissen eine höhere Kapitaldienstfähigkeit vorherrscht.

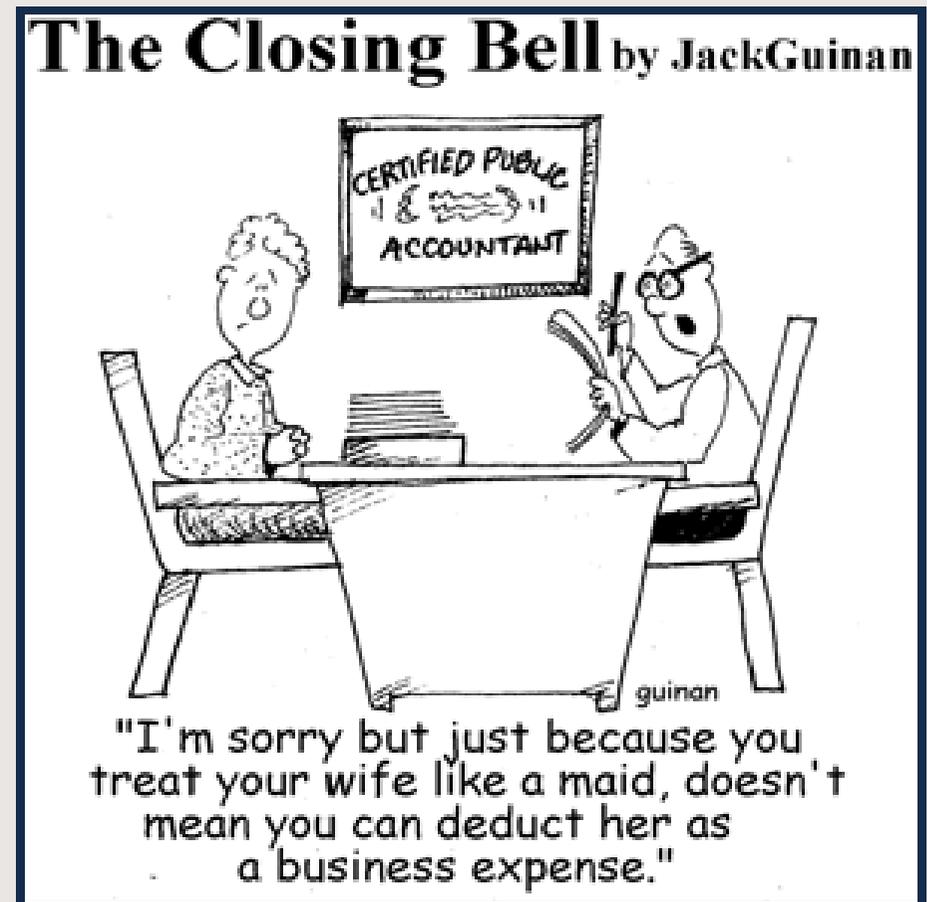
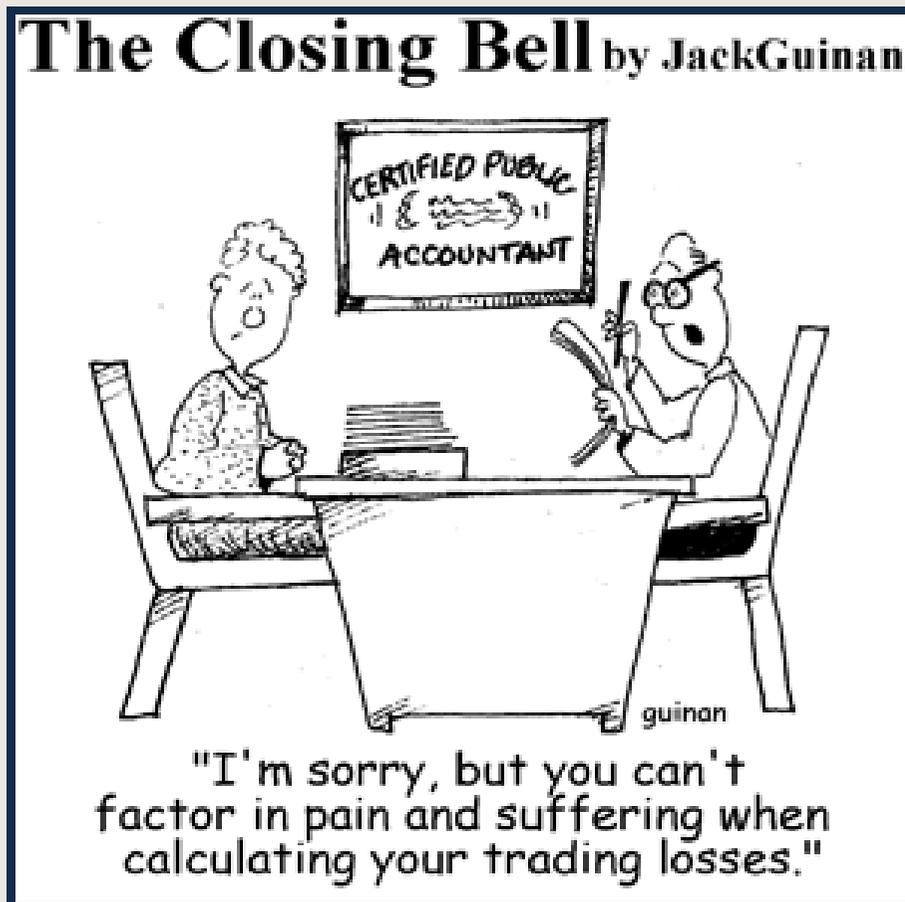
- Der Verschuldungsgrad bewegt sich ggf. zu einem optimalen Grad und/oder dem Industriedurchschnitt

Die Re-Investitionsquote sollte die erwartete Wachstumsrate sowie die Gesamtkapitalrentabilität widerspiegeln.

- $\text{Re-Investitionsquote} = \text{Erwartetes Wachstum} / \text{GK-Rentabilität}$

Quelle: Aswath Damodaran

Weitere Bilanzpositionen, die es zu berücksichtigen gilt:



Umgang mit liquiden Mitteln und kurzfristig liquidierbaren Wertpapieren

Der einfachste & direkte Weg ist, liquide Mittel und kurzfristig liquidierbare Wertpapiere aus der Bewertung herauszuhalten.

- Der Cash-flow sollte frei von Zinserträgen sein
- Der Abzinsungsfaktor sollte nicht durch die Integration von liquiden Mittel verfälscht werden (nur das Beta der operativen Vermögensgegenstände zur Berechnung der EK-Kosten verwenden / das Beta Liquider Mittel ist 0)

Sobald das Unternehmen dann bewertet ist, einfach liquide Mittel & Wertpapiere wieder hinzurechnen.

- Bei Management mit einem Track Record für überteuerte Akquisitionen, diskontiert der Kapitalmarkt gegebenenfalls den Wert der liquiden Mittel ...

Andere, bislang unberücksichtigte Vermögensgegenstände

- Nicht genutztes (Anlage-)Vermögen, das nicht bereits als Cash-flow generierend berücksichtigt wurde (z. B. ein stillstehender Maschinenpark oder ungenutztes Land und/oder Immobilien) können dem Ergebnis der Fundamentalbewertung zu Marktpreisen zugeschlagen werden (z. B. Stichwort „Investment Property“).
- Eine Überdeckung von ausgegliederten Pensionsverpflichtungen kann ebenfalls berücksichtigt werden, allerdings gibt es hier zwei Einschränkungen:
 - Es ist zu prüfen, ob ein „Profit Sharing Agreement“ mit dem Vermögensverwalter besteht
 - Es ist wahrscheinlich, dass der Ertrag durch anfallende Steuern gemindert wird
- Und wieder einmal Vorsicht vor Doppelzählungen! Wenn der Ertrag aus einem Vermögensgegenstand im Cash-flow Eingang findet, kann man den Wert des Gegenstandes nicht noch als Vermögen ansetzen.

Umgang mit Beteiligungen

- Wenn das Unternehmen die Mehrheit hält und die Beteiligung vollkonsolidiert, enthält der Cash-flow den Anteil der Minderheitsgesellschafter.
 - In der Bilanz tauchen diese „Anteile anderer Gesellschafter“ mit ihrem Buchwert auf, sodass wir, um den korrekten Wert für unser zu bewertendes Unternehmen zu erhalten, den geschätzten Marktwert der Minderheitsanteile subtrahieren müssen/müssten.
- Wenn das Unternehmen die Minderheit hält und die Beteiligung „at Equity“ konsolidiert, ist das Problem anders gelagert, da das Unternehmen in seiner G&V nur erhaltenen Dividenden auf diese Beteiligung ausweist
 - Dieses Vorgehen unterbewertet den Wert der Beteiligung, sodass man eigentlich die „at-Equity-Beteiligung“ eigenständig bewerten müsste, um zum Marktwert dieses Investments zu gelangen

Annahme: Es ist fast unmöglich, den korrekten Unternehmenswert für ein Unternehmen mit Beteiligungen in einer Vielzahl nicht-öffentlicher, weiterer Unternehmen zu errechnen.

Umgang mit Nicht-Finanz-Verbindlichkeiten

- **Pensionsrückstellungen:**
Wenn die Pensionsaktiva nicht mit den übrigen Bilanzaktiva vermischt sind, sollte nur der ungedeckte Teil berücksichtigt werden, ansonsten sollten alle Pensionsverpflichtungen berücksichtigt werden.
- **Rückstellungen für juristische Verfahren:**
Bei schwebenden Verfahren sollte die zu erwartende Strafzahlung (basierend auf deren Höhe und der Wahrscheinlichkeit der Zahlungsverpflichtung) subtrahiert werden (wenn zu ermitteln).
- **Übrige Rückstellungen:**
Können subtrahiert werden, sollte aber vom Einzelfall abhängig gemacht werden.

DCF-Bewertung der Rheinmetall AG

CASH FLOW:

EBIT * (1-t)	132.7
./. (Bruttoinv. ./. Abschreibungen)	-40.0
+ / ./. Änderungen Umlaufvermögen	-5.2
+ / ./. Änderungen Rückstellungen	12.0
= FCFF	99.5

Erwartete Wachstumsrate:

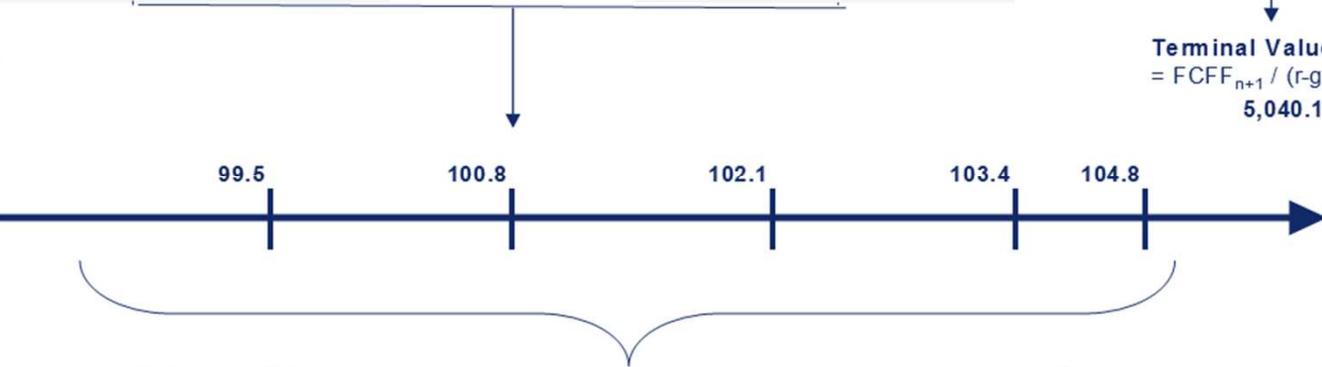
Re-Investitionsquote	34.0%
x	
GK-Rentabilität	3.8%
=	1.3%

Stabiles Wachstum:

$g_n =$	2.0%
$r =$	4.12%

Terminal Value
 $= FCFF_{n+1} / (r - g_n) =$
5,040.1

Barwert CFs während der Wachstumsphase :	452.7
+ Barwert des Terminal Value =	3,956.7
= Wert der operativen Vermoegensgegenstände =	4,409.4
+ Wert der liquiden Mittel, Wertpapiere und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens =	520.0
= Wert des Unternehmens =	4,929.4
- Marktwert der Anteile Dritter =	-125.4
- Marktwert der Finanzverbindlichkeiten =	-2,068.9
- Wert der Nicht-Finanz-Verbindlichkeiten =	-1,401.0
= Marktwert des Eigenkapitals =	1,334.1
=> Marktwert des Eigenkapitals/Aktie =	33.69
(Aktueller Aktienkurs =)	40.40



Abzinsungsfaktor:
 $WACC = EK\text{-Kosten} (EK / (EK + FK)) + FK\text{-Kosten} (FK / (EK + FK))$
 $= 4.12\%$

Eigenkapitalkosten:
6.65%

Fremdkapitalkosten:
 Zins 1.69%
 Aufschlag 1.00%
 (1-t) 79%
 = 2.13%

Gewicht:
 44% EK
 56% FK

Risikofreier Zins:		Beta		Risikoprämie
1.69%	+	1	X	4.96%

Auf dem Weg zum Ziel ... (in Mio. €)

Barwert CFs während der Wachstumsphase =	452,7
+ Barwert des Terminal Value =	3.956,7
= Wert der operativen Vermögensgegenstände =	4.409,4
+ Wert der liquiden Mittel, Wertpapiere und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens =	520,0
= Wert des Unternehmens =	4.929,4
- Wert der Anteile Dritter (Buchwert * P/B Rheinmetall) =	125,4
- Marktwert der Finanzverbindlichkeiten =	2.068,9
- Wert der Nicht-Finanz-Verbindlichkeiten (Rückstl.) =	1.401,0
= Marktwert des Eigenkapitals =	1.334,1
=> Marktwert des Eigenkapitals/Aktie (39,599m Stück) =	€ 33,69
(Aktueller Aktienkurs =)	€ 40,40

Tabelle mit veränderten Inputfaktoren

	Wachstum Terminal Value					
	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
4.0%	16.10	37.07	70.98	135.17	302.90	1,868.35
4.5%	13.40	33.77	66.72	129.10	292.06	1,813.11
5.0%	10.79	30.59	62.61	123.22	281.59	1,759.69
5.5%	8.26	27.50	58.62	117.53	271.45	1,708.01
6.0%	5.81	24.52	54.77	112.03	261.64	1,658.02
6.5%	3.44	21.63	51.03	106.70	252.15	1,609.65
7.0%	1.15	18.83	47.42	101.54	242.96	1,562.85
7.5%	n.m.	16.12	43.92	96.55	234.07	1,517.55
8.0%	n.m.	13.49	40.53	91.72	225.46	1,473.69
8.5%	n.m.	10.95	37.25	87.03	217.12	1,431.24
9.0%	n.m.	8.48	34.07	82.50	209.04	1,390.13
9.5%	n.m.	6.09	30.99	78.11	201.22	1,350.32
10.0%	n.m.	3.78	28.00	73.85	193.65	1,311.76

WACC

Was ist eine marktorientierte Bewertung?

- Bei einer marktorientierten oder relativen Bewertung wird der Wert eines Vermögensgegenstandes mit dem Preis oder Wert verglichen, den der Markt bereit ist, für vergleichbare Vermögensgegenstände zu bezahlen.

- Um eine marktorientierte Bewertung vorzunehmen, muss man:
 1. vergleichbare Vermögensgegenstände identifizieren und ihre Marktwerte herausfinden
 2. diese Marktwerte in einen Normwert/eine Kennziffer umrechnen, so dass ein Multiple entsteht
 3. das Multiple des Vermögensgegenstandes dann mit dem vereinheitlichten Wert des Vergleichs-Universums vergleichen und ggf. etwaige Unterschiede bei der Berechnung/Herleitung in Betracht ziehen

- Anschließend kann eine Entscheidung bezüglich einer eventuellen Über-/Unterbewertung des Vermögensgegenstandes erfolgen.

Eine relative Bewertung findet man überall ...

- Die meisten Bewertungen an den internationalen Kapitalmärkten sind marktorientierte Bewertungen.
 - Circa 85% der aktuellen Research Reports basieren auf einer relativen Bewertung.
 - Mehr als 50% der M&A-Bewertungen benutzen diese Form der Bewertung.
 - Daumenregeln basierend auf einer relativen Bewertung sind nicht nur alltäglich, sondern vielmehr die Basis für die überwiegende Mehrheit von Investitionsempfehlungen.
- Im Geschäftsfeld Consulting/Corporate Finance gibt es auf den ersten Blick deutlich mehr DCF-Bewertungen, allerdings sind dies oftmals auch relative Bewertungen, die sich als Barwert-Verfahren „maskiert“ haben.
 - Das Ziel vieler DCF-Bewertungen ist es, relative Bewertungen zu verifizieren.
 - Der Terminal Value eines DCF-Modells wird darüber hinaus nicht selten mit Hilfe eines Multiples errechnet.

Gründe für eine relative Bewertung

- Wenn du glaubst, ich sei verrückt, dann lerne mal meinen Nachbarn kennen!
(Jerry Seinfeld)
- Eine kleine Ungenauigkeit spart einem manchmal einen Berg von Erklärungen.
(H. H. Munro)
- Wenn du falsch liegst, stelle sicher, dass der Rest des Marktes es auch tut!
(Ex-Portfolio Manager)

Bedeutet das jetzt, dass der Barwert das einzig Wahre ist?

Hier die Gründe, warum man auch eine relative Bewertung in Betracht ziehen sollte:

- Selbst wenn Sie ein wahrhafter Gläubiger des DCF-Ansatzes sind, die Präsentation des Bewertungsergebnisses im Rahmen einer relativen Bewertung wird eine größere Anzahl Interessierter locken.
- Manchmal hilft die relative Bewertung sogar, Schwachstellen im DCF-Modell zu finden und zu beseitigen.
- Das Problem der relativen Bewertung ist nicht deren Gebrauch sondern deren häufiger Missbrauch.
 - Dies kann durch die genaue Definition und deren Befolgen allerdings positiv beeinflusst und eingegrenzt werden.

Normierung von Multiples

- Entweder man vereinheitlicht den Eigenkapitalwert oder aber den Gesamtkapitalwert eines Unternehmens (der Zähler der Kennziffer).
- Durch die Verwendung des richtigen Nenners erfolgt die Normierung.

Ertrag als Divisor

- Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV / PE) & Varianten PEG-Ratio oder Relative PE
- Unternehmenswert (EV) / EBIT
- EV / EBITDA
- EV / Cash-flow

Buchwert als Divisor

- Kurs / Buchwert (des Eigenkapitals)
- EV / Buchwert (der Vermögensgegenstände)
- EV / Wiederbeschaffungswert (Tobin's Q)

Umsatz als Divisor

- Kurs / Umsatz pro Aktie
- EV / Umsatz

Unternehmens- oder industriespezifischer Divisor

- Kurs / kwh // Kurs / Verkaufte Tonne Stahl // etc.

Vier Schritte zum korrekten Multiple

1. Definition des Multiples

Zähler und Nenner eines bestimmten Multiples können von verschiedenen Anwendern unterschiedlich definiert werden; daher ist es wichtig zu wissen, was die jeweiligen Grundannahmen sind.

2. Beschreibung des Multiples

Viele Anwender eines Multiples wissen nicht genau, wie der Wert im Querschnitt der Industrie / eines Index aussieht. Wenn dies jedoch nicht bekannt ist, kann man keine korrekte Aussage darüber treffen, ob die aktuelle Bewertung fair, teuer oder preiswert ist.

3. Analyse des Multiples

Wichtig ist, nicht nur die Bestandteile des Multiple an sich, sondern auch deren Zusammenhang und Zusammenwirken zu verstehen.

4. Anwendung des Multiples

Ein Vergleichs-Universum zu definieren und darüber hinaus auch noch Unterschiede innerhalb dieser Gruppe zu identifizieren, ist in der Praxis ungleich schwieriger als in der Theorie.

1. Definition des Multiples

Ist der Multiple konsistent definiert?

- Annahme 1: Sowohl der Wert (Zähler) als auch die Normierungs-Variable (Nenner) sollten im Zusammenhang mit demselben Anspruchsberechtigten stehen. Das heißt, der Kurs oder die Marktkapitalisierung sollten durch EPS, Nettoergebnis oder Buchwert des Eigenkapital geteilt werden, während der Unternehmenswert durch Umsatz, EBITDA, EBIT oder Buchwert der Passiva geteilt wird.

Sind die Bestandteile des Multiples gleich berechnet / geschätzt?

- Die Variablen zur Definition des Multiples sollten auf Basis derselben Annahmen geschätzt werden, die auch bei dem Vergleichs-Universum bereits ihre Anwendung gefunden haben.
- Das gleiche gilt für die Bilanzrichtlinien (HGB, IFRS, US-GAAP, etc.).

2. Beschreibung des Multiples

- Was sind der Durchschnitt und die Standardabweichung des Multiple des Vergleichs-Universums?
- Welchen Wert hat der Median?
 - Der Median ist häufig die bessere Wahl gegenüber dem Durchschnitt.
- Wie viele Ausreißer gibt es im Vergleichs-Universum und wie soll man damit umgehen?
 - Die Ausreißer auszugliedern, scheint die nahe liegende Lösung zu sein, aber wenn alle Ausreißer auf der einen Seite der Verteilung liegen (häufig sind es einige, große, positive Werte), könnte dies zu einem verzerrten Ergebnis führen
- Gibt es Fälle, bei denen kein Multiple kalkuliert werden kann? Wird dies dann zu einem unausgewogenen Ergebnis führen?
- Wie hat sich das Multiple im Zeitverlauf entwickelt?

3. Analyse des Multiples

Was sind die Fundamentaldaten, die den Multiple bestimmen und beeinflussen?

- Annahme 2: Eingebettet in jeden Multiple sind die Determinanten, die auch ein DCF-Modell bestimmen: Wachstum, Risiko- & Cash-flow-Muster.
- Tatsächlich ist es so, dass ein einfaches DCF-Modell und grundlegende Algebra die Determinanten ergeben, die einen Multiple grundlegend beeinflussen.

Wie verändern Änderungen der Determinanten das Multiple?

- Der Zusammenhang zwischen einer Determinanten (z. B. Wachstum) und dem Multiple (z. B. KGV) ist selten linear. Wächst zum Beispiel Firma A doppelt so schnell wie Firma B, bedeutet dies nicht zwangsläufig, dass Firma A auch ein doppelt so hohes KGV besitzt.
- Annahme 3: Es ist unmöglich, Unternehmen vernünftig auf Basis eines Multiples zu bewerten, wenn man den Zusammenhang zwischen den Determinanten und dem Multiple nicht kennt.

4. Anwendung des Multiples

Ausgehend vom zu bewertenden Unternehmen, was sind dann die Vergleichsunternehmen?

- Die traditionelle Analyse basiert auf der Annahme, dass Unternehmen, die im gleichen Industriesektor tätig sind, auch vergleichbar sein müssen. Spezifisch für die Analyse der Unternehmenswerte ist jedoch vielmehr entscheidend, dass ein vergleichbares Unternehmen die gleichen Determinanten wie unser zu bewertendes Unternehmen aufweist.
- Annahme 4: Es gibt keinen Grund, warum ein Unternehmen nicht mit Unternehmen eines völlig anderen Industriesektors verglichen werden kann, wenn alle Unternehmen die gleichen Risiko-, Wachstums- und Cash-flow-Determinanten aufweisen.

Wie adjustieren wir die Unterschiede der Unternehmen, die unser Vergleichsuniversum bilden?

- Annahme 5: Es ist unmöglich, Unternehmen zu finden, die mit dem zu bewertenden völlig identisch sind.

Wahl des „richtigen“ Multiples

- Wie wir auf den vorangegangenen Seiten gesehen haben, gibt es eine Vielzahl von Kennziffern, die zur Bewertung eines Unternehmens herangezogen werden.
- Darüber hinaus können diese Kennziffern dann noch relativ zu einzelnen, vergleichbaren Unternehmen, Industrie-Sektoren oder ganzen Märkten/Indizes betrachtet werden.
- Da wir aber grundsätzlich ja nur einen finalen Unternehmenswert errechnen und zeigen wollen, gibt es im Wesentlichen drei Möglichkeiten:
 1. Ein einfacher Durchschnitt der Bewertungen mit verschiedenen Multiples
 2. Ein gewichteter Durchschnitt der Bewertungen mit verschiedenen Multiples
 3. Die Wahl eines Multiples zur Berechnung des Unternehmenswertes

Die Wahl eines Multiples

Die Wahl eines bestimmten Multiples zur Berechnung des Unternehmenswertes ist grundsätzlich die beste Entscheidung.

Dabei kann die Kennziffer auf Basis verschiedener Kriterien gewählt werden:

- Benutzung des Multiples, das am besten passt: Wenn man möchte, dass die Firma unterbewertet ist, nimmt man die Kennziffer, bei der dies am ehesten auch so ist.
- Man wählt den Multiple, das nach einer Regressionsanalyse mit den Determinanten den höchsten Erklärungsgehalt (R^2) im Sektor hat.
- Man entscheidet sich für den Multiple, der für einen bestimmten Sektor den meisten Sinn macht.

Ein intuitiverer Ansatz

Unternehmensentscheider fokussieren bei (strategischen) Entscheidungen je nach Sektor auf verschiedene Kennziffern und Variablen. Der Multiple, von dem bei Unternehmensbewertungen innerhalb des Sektors am häufigsten Gebrauch gemacht wird, reflektiert oftmals genau diesen Fokus:

- Finanzdienstleistung: Wichtig ist hier die Eigenkapitalrentabilität und der richtige Einsatz des Eigenkapitals als knappe Ressource (KWG / Basel 3, etc.). Bevorzugt wird daher für eine Bewertung oftmals das Preis/Buchwert Verhältnis
- Technologie & Wachstumsbranchen: Wachstum ist hier grundsätzlich das beherrschende Thema, daher spielt die PEG-Ratio eine dominante Rolle.
- Einzelhandel: Hier liegt das Hauptaugenmerk auf dem Verkauf pro m² und Umsatzmargen. Nicht überraschend wird hier oft die EV/Umsatz-Kennziffer genutzt.

In der Praxis

Als Daumenregel kann man sich der Auswahl des richtigen Multiples wie folgt nähern:

Sektor	Kennziffer	Begründung
Zyklische Sektoren	KGV, relatives KGV	Oftmals mit normalisiertem Ergebnis
High-Tech, Hohes Wachstum	PEG	Aufgrund der großen Wachstumsunterschiede der Unternehmen
Hohes Wachstum / (noch) kein Ergebnis	EV/Sales	In der Erwartung, dass zukünftige, positive Margen generiert werden können
Hohe Infrastruktur	EV/EBITDA	Firmen in diesem Sektor haben hohe Anfangsverluste, und die Ergebnisse variieren je nach Abschreibungsmethode
REITs	P/CF	Grundsätzlich hohes Investoreninteresse an hohem CF auf das eingesetzte EK
Finanzdienstleistung	P/B	EK als knappe Ressource
Einzelhandel	EV/Sales	Umsatz als operative Steuerungsgröße

Zusammenfassend

Definition des Multiples

- Konsistenzprüfung
- Gleiche Herleitung

Beschreibung des Multiples

- Multiples sind nicht normalverteilt; der einfache Durchschnitt ist selten ein gutes Vergleichsmultiple
- Eine Prüfung auf außerordentliche Einflussfaktoren und Ausreißer ist immer ratsam

Analyse des Multiples

- Identifikation der Bestandteile des Multiples
- Verstehen des Zusammenwirkens der Determinanten

Anwendung des Multiples

Relative Bewertung – alles ist relativ

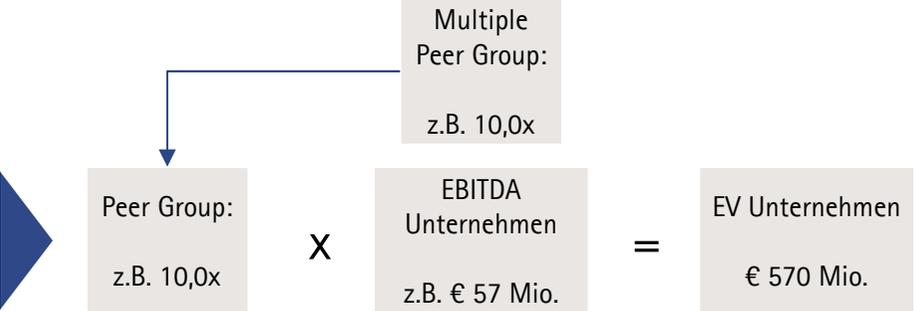
Ansatz

- Multiplikatoren (EV/EBITDA, P/E bzw. KGV, etc.)
- Der Wert eines Unternehmens richtet sich nach der Bewertung von vergleichbaren Unternehmen (ergo Marktwerte von Peers oder Vergleichstransaktionen) relativ zu einer gemeinsamen Variable wie z.B. Ertragskraft oder Umsatz

Beispiel für Vorgehensweise – EV/EBITDA

Peer A:	Peer B:	Peer C:	Peer D:	Peer E:
$\frac{EV A_a}{EBITDA A}$	$\frac{EV B_a}{EBITDA B}$	$\frac{EV C_a}{EBITDA C}$	$\frac{EV D_a}{EBITDA D}$	$\frac{EV E_a}{EBITDA E}$

Aggregieren, z.B. über Mittelwert oder Median



Entity Value vs. Equity Value

- Entity Value (EV) – Wert des gesamten Unternehmens, ergo Eigenkapital und Fremdkapital
- Equity Value (EqV) – Wert des Eigenkapitals des Unternehmens



Immer fragen: „Wem steht dieser Zahlungsstrom zu?“

- EBITDA -> Eigen- und Fremdkapitalgeber -> Entity Value
- Ergebnis nach Steuern -> Nur Eigenkapitalgeber -> Equity Value

Wertung

- + Schnell und einfach, schlanke Datenanforderungen
- + An aktuellen Marktgegebenheiten orientiert
- Erfasst ggf. nicht die Besonderheiten des Unternehmens
- Erfasst nur wenige Planjahre

Intrinsische Bewertung: (Der Barwert von) Cash ist King

Ansatz

- Diskontierungsmodelle (DCF, Ertragswertverfahren, etc.)
- Der Wert eines Unternehmens ist der Barwert der erwarteten zukünftigen Cashflows

Entity Value vs. Equity Value

Auch hier: Immer fragen: „Wem steht dieser Zahlungsstrom zu?“

- EBITDA -> Eigen- und Fremdkapitalgeber -> Entity Value
- Ergebnis nach Steuern -> Nur Eigenkapitalgeber -> Equity Value

Beispiel für Vorgehensweise – DCF

$$EV = \sum_{t=0}^n BW_{CF_t} + BW_{RW}$$

Mit:

BW = Barwert

CF_t = Cashflow im Jahr t

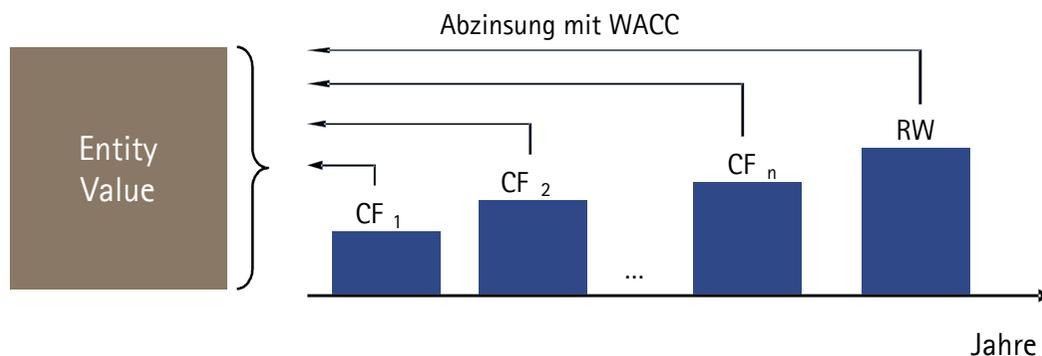
RW = Restwert im letzten Planjahr

Außerdem: Diskontierungszinssätze müssen zum Cashflow / Ertrag passen

- EBITDA -> Eigen- und Fremdkapitalgeber -> WACC
- Ergebnis nach Steuern -> Nur Eigenkapitalgeber -> EK-Kosten

Wertung

- + Flexibel auf Besonderheiten anpassbar
- + Erfasst auch weiter entfernte Planjahre
- Höherer Aufwand und Anforderungen an Daten
- Weiter weg von Marktgegebenheiten



Das Märchen vom riskanten Nebenwert

- Behauptung 1: Die Kurse von Nebenwerten schwanken stärker als die von Standardwerten

In den zurückliegenden knapp 20 Jahren waren europäische Nebenwerteindizes durchschnittlich rund 10% weniger volatil als die Pendanten ihrer Standardwerte. Anleger investieren in Small Caps strategisch und nehmen taktische Veränderungen ihres Portfolios vor allem in Standardwerten vor.

- Behauptung 2: Nebenwerte fallen in Krisensituationen stärker als Standardwerte

Über alle Krisen (Einbruch der Kurse um mehr als 20%) seit Beginn des Jahrtausends hinweg haben Large und Small Caps Standard nahezu den gleichen Kurseinbruch erlitten. Wird eine Marktkorrektur von Makrofaktoren ausgelöst, dann leiden zunächst Standardwerte. Bei Nebenwerten kommen eher unternehmensspezifische Faktoren zum Tragen.

Das Märchen vom riskanten Nebenwert

- Behauptung 3: Das Management von Nebenwerten nimmt es mit den Grundsätzen guter Unternehmensführung nicht so genau

Genau genommen ist die Corporate Governance im Durchschnitt bei Nebenwerten sogar besser. Nebenwerte haben häufig einen großen Anteilseigner der dafür sorgt, dass das Management die Interessen aller Aktionäre stärker berücksichtigt.

- Behauptung 4: Nebenwerte sind finanziell weniger robust als Standardwerte

Vor der Finanzkrise lag der Anteil der Verschuldung am Unternehmenswert bei Nebenwerten bei 40%, bei Standardwerten bei 25%. Das hat sich zuletzt deutlich gewandelt. Heute liegt die Nettoverschuldung bei beiden durchschnittlich bei 15% des Unternehmenswertes.

Das Märchen vom riskanten Nebenwert

- Behauptung 5: Investoren haben Nebenwerte hoch gewichtet, was in Phasen schwacher Märkte für überdurchschnittlichen Abgabedruck sorgt

Tatsächlich haben Anleger nur 6 bis 10% ihrer Portfolios in Small Caps investiert. Das Interesse ist also offensichtlich größer als die Allokation. Zudem ist der ETF-Trend fast ausnahmslos ein Standardwerte-Phänomen.

- Behauptung 6: Nebenwerte sind illiquider als Standardwerte und lohnen sich daher wegen der hohen Handelskosten nicht

Ja, Transaktionseffekt und Handelskosten können bis zu 5% betragen. Deshalb sollten Investoren hohe Anforderungen an das Kurspotenzial bzw. die Rendite stellen

Das Märchen vom riskanten Nebenwert

- Behauptung 7: Nebenwerte sind höher bewertet als Standardwerte

Ja, wenn man nur auf das KGV schaut sind Nebenwerte leicht höher bewertet als Standardwerte. Mit Blick auf die aussagekräftigere Relation von Enterprise Value zu Umsatz oder EBIT sieht das aber genau anders herum aus.

- Behauptung 8: Nebenwerte sind Fliegengewichte: Sie leiden viel stärker unter Widrigkeiten wie beispielsweise einem drohenden Handelskrieg

Nebenwerte haben i.d.R. keine weltweiten Wertschöpfungsketten und sind damit weniger anfällig für global ausgetragenen Handelskonflikte. Zudem haben Nebenwerte häufig einen deutlich höheren nationalen bzw. kontinentalen Umsatz, der tendenziell bei einer Eskalation verschont bleibt.

Das Märchen vom riskanten Nebenwert

- Behauptung 9: Nebenwerte wachsen nur zyklisch

Nebenwerte sind häufiger in Wachstumssektoren wie Internet oder Medizintechnik zu Hause, Standardwerte eher in reifen Märkten. Dies führt auch dazu, dass der F&E-Aufwand bei Nebenwerte höher ist als bei Standardwerten. Von den fünf größten Technologiefirmen der Welt (Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google) sind vier jünger als 20 Jahre. Das lässt sich mit zyklischem Wachstum alleine nicht erreichen, dafür zeichnet sich vielmehr ein technologischer Trend verantwortlich.

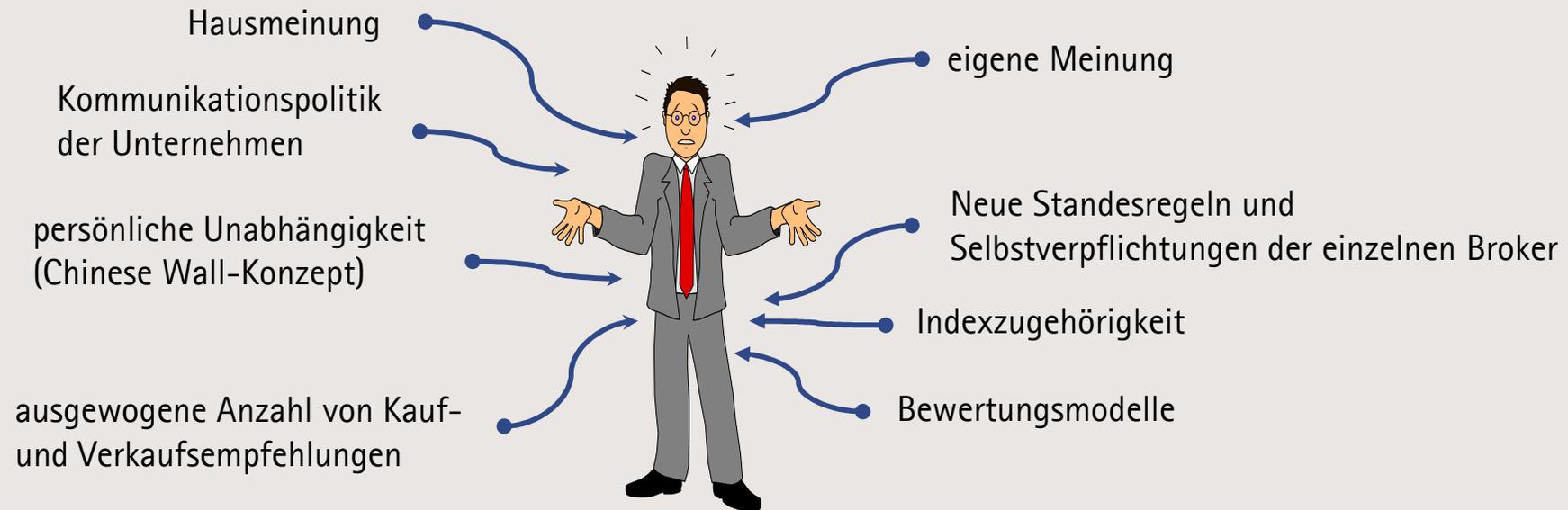
- Behauptung 10: Nebenwerte sind intransparenter als Standardwerte

Das ist richtig, zumal eine Vielzahl von Nebenwerte auch nicht von Analysten abgedeckt werden. Aber das eröffnet gerade die Chance, durch eigene Analyse und durch eigenes Research die Titel zu selektieren, die zu einer Überrendite führen.

Gesamtfazit

- Aktienanalyse ist kein „Hexenwerk“
- Ökonomische und vielfach auch mathematische Kenntnisse sind zwingend erforderlich
- Entscheidend für den Erfolg bzw. für die Richtigkeit der Analyse (gemessen in der Rendite des Anlegers) ist neben den mathematischen Grundlagen vor allem der permanente Dialog mit dem Unternehmen und das systematische Hinterfragen von Informationen

Fazit – Aktienanalyse: ein Spannungsfeld



→ Identifizierung des Brokerinteresses und kritische Lektüre des Analystenreports empfohlen

Erfolgsfaktoren für Emittenten

Dos	Don'ts
▪ Offenheit und Ehrlichkeit	▪ „Stonewalling“, d. h. Investorenanfragen nicht anhören
▪ Glaubwürdigkeit	▪ mangelnde Informationsqualität (ungenau, unrichtig, widersprüchlich)
▪ Wesentlichkeit	▪ zu langsamer, verspäteter Informationsfluss
▪ Kontinuität	▪ passives, rein reaktives Informationsverhalten
▪ Aktualität	
▪ Gleichbehandlung	
▪ Zielgruppenorientierung	
→ Richtige Informationen zur richtigen Zeit	→ Analysten und Investoren lieben keine Überraschungen

Conclusion

The whole stock market depends on whether there are more stocks than idiots or more idiots than stocks. (*André Kostolany*)



Thank you for your time.

Bankhaus Lampe: Vor Ort präsent

Berlin



Carmerstraße 13
10623 Berlin
Telefon +49 30 319002-0
Telefax +49 30 319002-324

Bielefeld



Alter Markt 3
33602 Bielefeld
Telefon +49 521 582-0
Telefax +49 521 582-1195

Bonn



Heinrich-Brüning-Straße 16
53113 Bonn
Telefon +49 228 850262-0
Telefax +49 228 850262-99

Bremen



Altenwall 21
28195 Bremen
Telefon +49 421 985388-0
Telefax +49 421 985388-99

Dresden



Käthe-Kollwitz-Ufer 82
01309 Dresden
Telefon +49 351 207815-0
Telefax +49 351 207815-29

Düsseldorf



Jägerhofstraße 10
40479 Düsseldorf
Telefon +49 211 4952-0
Telefax +49 211 4952-111

Frankfurt/Main



Freiherr-vom-Stein-Straße 65
60323 Frankfurt/Main
Telefon +49 69 97119-0
Telefax +49 69 97119-119

Hamburg



Ballindamm 11
20095 Hamburg
Telefon +49 40 302904-0
Telefax +49 40 302904-18

München



Brienner Straße 29
80333 München
Telefon +49 89 29035-600
Telefax +49 89 29035-799

Münster



Domplatz 41
48143 Münster
Telefon +49 251 41833-0
Telefax +49 251 41833-50

Osnabrück



Schloßstraße 28/30
49074 Osnabrück
Telefon +49 541 580537-0
Telefax +49 541 580537-99

Stuttgart



Büchsenstraße 28
70174 Stuttgart
Telefon +49 711 933008-0
Telefax +49 711 933008-99

Bankhaus Lampe Tochtergesellschaften

Lampe Asset Management GmbH



Jägerhofstraße 10
40479 Düsseldorf
Telefon +49 211 95742-500
Telefax +49 211 95742-570

Lampe Beteiligungsgesellschaft mbH



Jägerhofstraße 10
40479 Düsseldorf
Telefon +49 211 4952-197
Telefax +49 211 4952-188

Lampe Credit Advisors GmbH



Jägerhofstraße 10
40479 Düsseldorf
Telefon +49 211 4952-390
Telefax +49 211 4952-849



Bockenheimer Anlage 44
60322 Frankfurt/Main
Telefon +49 69 2444878-0
Telefax +49 69 2444878-99

Lampe Privatinvest Management GmbH



Speersort 10
20095 Hamburg
Telefon +49 40 688788-0
Telefax +49 40 688788-70

Lampe Capital UK Limited



2 Savile Row
London W1S 3PA
Großbritannien
Telefon +44 203 405-1037

DALE Investment Advisors GmbH



Mariahilfer Straße 17/6
1060 Wien
Österreich
Telefon +43 1 8903507-0
Telefax +43 1 8903507-50

Lampe Capital North America LLC



712 Fifth Avenue, 28th floor
New York, NY 10019
USA
Telefon +1 212 218-7410

Ihr Kontakt



Bankhaus Lampe Research

Christoph Schlienkamp, Investment Analyst DVFA

Telefon +49 (0)211/4952-311

christoph.schlienkamp@bankhaus-lampe.de

Jägerhofstraße 10
D-40479 Düsseldorf

www.bankhaus-lampe.de