

Auszüge aus  
meinem exklusiven  
DaxVestor E-Book

Stefan Böhm

# DER WAHRE WERT EINER AKTIE



# WAS IST DER WAHRE WERT EINER AKTIE?

Wichtige Kennzahlen, die Ihnen zu mehr Erfolg bei der Aktienanlage verhelfen

**D**ie beiden wichtigsten Ansätze zur Analyse von Märkten sind die fundamentale und die technische bzw. charttechnische Analyse. Die fundamentale Analyse beruft sich auf ökonomische Theorien, um die Kräfte von Angebot und Nachfrage zu erklären. Die technische Analyse versucht aus der Betrachtung der Entwicklung von Kursen und Umsätzen Rückschlüsse auf die Zukunft zu ziehen. In der Charttechnik geht es z.B. um Trendlinien, Widerstände und Unterstützungen.

[Leser des DaxVestor-Börsenmagazins finden ausführliche Informationen dazu in meinem Schnellkurs „Char-tanalyse kompakt“.](#)

## FUNDAMENTALE UND TECHNISCHE ANALYSE

Meiner langjährigen Erfahrung nach eignet sich die fundamentale Analyse vor allem als Grundlage für langfristige Anlageentscheidungen, während die Charttechnik hervorragend ist, um das richtige Timing für den Einstieg und Ausstieg an der Börse oder an anderen Märkten zu finden. Beide Ansätze zusammengeführt bringen den Größten Erfolg bei der Geldanlage: Geht z.B. der Bruch eines charttechnischen Abwärtstrends eines Aktienkurses mit der Veröffentlichung positiver Meldungen aus dem jeweiligen Unternehmen einher, dann spricht dies mit höherer Wahrscheinlichkeit für einen weiteren Anstieg des Aktienkurses. Aber wie funktioniert die Fundamentalanalyse, wann ist eine Aktie „billig“ und damit kaufenswert? Theoretisch ist die Antwort einfach: Wenn der Kurs an der Börse unter dem „wahren“ Wert der Aktie liegt, Fachleute sprechen auch vom inneren Wert.

Praktisch ist aber die Berechnung dieses wahren Wertes gar nicht so einfach und mit vielen Fallstricken versehen. Denn mit dem Kauf einer Aktie beteiligen Sie sich an den Zukunftschancen eines Unternehmens. Wenn Sie z.B. heute eine Aktie von Volkswagen kaufen, um sie langfristig zu halten, dann gehen Sie damit indirekt davon aus, dass Volkswagen auch in den nächsten Jahren noch Geld mit dem Verkauf von Autos verdient. Das ist aber keineswegs

## INHALTSVERZEICHNIS

Fundamentale und technische Analyse.....	S. 2
Was ist der innere Wert einer Aktie?.....	S. 3
Das Discounted Cashflow Verfahren DCF.....	S. 4
Enterprise Value EV (Die Momentumbewertung).....	S. 6
Das Kurs-Buchwert-Verhältnis: Untere Preisgrenze einer Aktie?.....	S. 7
Goodwill bzw. Firmenwert: Wann hohe Abschreibungen drohen!.....	S. 8

sicher und hängt u.a. davon ab, dass Volkswagen den Abgasskandal verkraftet und der Konzernumbau in Richtung Elektroautos erfolgreich verläuft.

## WEITERE INFORMATIONEN IM E-BOOK „GEWINNE MIT AKTIEN“

Dieses Kapitel ist ein Auszug aus meinem E-Book „Gewinne mit Aktien“, das die Kunden meines Premium-Börsenmagazins **DaxVestor kostenlos erhalten**. Im E-Book „Gewinne mit Aktien“ finden fortgeschrittene Anleger weiterführende und tieferegehende Informationen, unter anderem zu folgenden Bereichen:

- Stamm- und Vorzugsaktien, Inhaber- und Namensaktien
- Kapitalerhöhung, Bezugsrecht, Gratisaktien
- Market Making, Auktionatorprinzip
- Cashflow, Gewinn pro Aktie
- PEG-Faktor, Gewinnmomentum, dynamisches KGV
- Kurs-Umsatz-Verhältnis KUV, Kurs-Cashflow-Verhältnis KCF
- Enterprise Value EV, Momentumbewertung
- Value- und Growth-Strategie, Beta-Faktor

## WERTVOLLES BÖRSENWISSEN EXKLUSIV FÜR DAXVESTOR-LESER

Diese 7 hochwertigen E-Books erhalten DaxVestor-Leser gratis!

- 1 Goldene Börsenregeln
- 2 Erfolgreich mit Aktien
- 3 Erfolgreich mit Zertifikaten
- 4 Hohe Gewinne mit Hebelzertifikaten
- 5 Hohe Gewinne mit Optionsscheinen
- 6 Chartanalyse kompakt
- 7 Konjunkturindikatoren



### DER INNERE WERT EINER AKTIE

Im Grunde ist das Ziel der Fundamentalanalyse die Bestimmung des so genannten "inneren Wertes" der Unternehmung. Dazu gibt es verschiedene Methoden. Theoretisch könnte der wahre, innere Wert der Aktie genau ermittelt werden, wenn alle denkbaren Informationen, auch die zukünftigen, der Öffentlichkeit bekannt wären. Um im Beispiel zu bleiben: Wenn Sie sicher sind, dass Volkswagen in einigen Jahren erfolgreich Elektroautos verkauft und seinen Unternehmensgewinn wieder steigert, dann ist die Aktie heute an der Börse zu günstig bewertet. Aber da können Sie eben nicht sicher sein, Sie können nur darauf setzen.

### „PRINZIPIELL WIRD AN DER BÖRSE DIE ZUKUNFT GEHANDELT, ES GEHT UM ZUKÜNFTIGE GEWINNE“

In der Betriebswirtschaft wird versucht, sämtliche zufließenden Einzahlungen, die in Zukunft aus dem Aktienbesitz resultieren, auf die Gegenwart abzuzinsen, um ein Unternehmen bzw. eine Aktie zu bewerten. Die Summe aller dieser diskontierten (abgezinsten) Einzahlungen ergibt dann den inneren Wert der Aktie. Dieses Vorgehen entspricht dem bei der Kalkulation von Investitionsprojekten, z.B. wenn Unternehmen eine Maschine für die Produktion anschaffen.

Es ist jedoch nur bei vollkommener Information, also bei perfekter Kenntnis der zukünftigen Ereignisse, möglich, den inneren Wert einer Aktie zu bestimmen und ihn mit dem Börsenkurs zu vergleichen. Liegt der ermittelte innere Wert über dem Börsenkurs, so ist es längerfristig lohnend, die Aktie zu kaufen. Das offensichtliche Problem, das diesen Ansatz in der Realität so erschwert, ist die Tatsache, dass zukünftige Entwicklungen natürlich nicht sicher vorausgesagt werden können und deshalb Prognosefehler auftreten.

Doch es hilft nichts: Prinzipiell wird an der Börse die Zukunft gehandelt, Zahlen aus der Vergangenheit interessieren nur soweit, als dass sie die Basis für Prognosen bilden. Für private Anleger von Bedeutung sind in erster Linie Gewinnsschätzungen der Banken oder anderer Reseamtams. Die Aktienanalysten werden zwar zunehmend kri-

#### SIND IHNEN BEGRIFFE UNKLAR?

Möglicherweise verwende ich in diesem E-Book Fachbegriffe, die Sie nicht kennen oder deren genaue Bedeutung Ihnen unklar ist. Schauen Sie in mein **Börsenlexikon**. Hier finden Sie genauso wie in der Börsenschule viele Definitionen und auch Praxistipps. Am einfachsten finden Sie hilfreiche Artikel zu den jeweiligen Begriffen über das **Suchfeld**.

[Hier klicken!](#)

## ERMITTLUNG DES CASHFLOWS

Jahresüberschuss  
 + Abschreibungen  
 +/- Erhöhung/Verminderung der langfristigen Rückstellung  
 -----  
 = Cashflow

tisch gesehen, aber nach wie vor stellen sie die wichtigste Quelle für fundamentale Prognosen zu den Unternehmenskennzahlen dar.

Dennoch sind Gewinnschätzungen mit Vorsicht zu genießen. Insbesondere zeigt sich, dass auch die Analysten wie alle Menschen psychologisch gesehen Herdentiere sind. So sind die Gewinnschätzungen zu Beginn einer Rezession in aller Regel zu hoch, während es am Beginn eines Aufschwungs nicht selten zu einer Unterschätzung des Gewinnwachstums kommt. Sie sollten sich nie auf eine Prognose allein verlassen, sondern nach Möglichkeiten aus unterschiedlichen Quellen Schätzungen einholen. So sollten Sie sich am besten immer die Durchschnittsprognosen (Konsensusschätzungen) zur Entwicklung der Unternehmensgewinne ansehen. Diese Konsensusprognosen finden Sie bei den großen Börsenportalen wie z.B. Onvista, Finanztreff und Finanzen.net.

Trotz dieser grundsätzlichen Unzulänglichkeiten bei der Aufstellung von Prognosen existiert mit dem Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF) eine Analysemethode, bei der durch Abdiskontierung zukünftiger Erträge ein "fairer" Unternehmenswert ermittelt wird.

### DAS DISCOUNTED CASHFLOW VERFAHREN DCF

Möglicherweise haben Sie sich auch schon gefragt, wie Aktienanalysten eigentlich zu ihren Kurszielen für bestimmte Aktien kommen. Die eine Möglichkeit dafür ist der Bewertungsvergleich anhand von Aktienkennzahlen wie dem Kurs-Gewinn-Verhältnis mit den Unternehmen einer so genannten Vergleichsgruppe (Peer Group). Die Durchschnittsbewertung der Peer Group gilt dann als Zielgröße für die Bewertung der einzelnen Aktie. Eine andere Möglichkeit ist das so genannte DCF-Verfahren.

Aktienkennzahlen wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis, das

Kurs-Umsatz-Verhältnis oder das Kurs-Cashflow-Verhältnis taugen nur für die relative Bewertung einer Aktie. Mit ihrer Hilfe kann festgestellt werden, ob ein Unternehmen innerhalb einer Gruppe vergleichbarer Unternehmen (Peer Group) relativ teuer oder relativ billig ist. Um aber zu erkennen, ob eine Aktie auch absolut gesehen billig ist, müsste man wie bereits erläutert ihren inneren oder "wahren" Wert kennen.

Mit dem Discounted-Cashflow-Verfahren werden die zukünftigen Erträge, die aus dem Investitionsprojekt "Aktie" resultieren, abgezinst. Verwendet wird dabei der so genannte Free Cashflow. In der Praxis funktioniert das so: Der Aktienanalyst stellt Prognosen darüber auf, welche Geldzuflüsse (Cashflow) das Unternehmen aus seiner Geschäftstätigkeit in der Zukunft erzielen kann. Da aber ein Euro, den man in der Zukunft einnimmt, weniger wert ist als ein Euro, den man heute hat, werden diese Geldzuflüsse auf die Gegenwart abgezinst. Das klingt schlüssig und vermittelt den Eindruck der mathematischen Exaktheit – der Unternehmenswert lässt sich wenn gewünscht bis auf

### „VOM MODELLTHEORETISCHEN CHARME BLEIBT NICHT VIEL MEHR ALS GLASKUGEL-SCHAUEN ÜBRIG!“

mehrere Nachkommastellen ermitteln. Doch dem Aktienanalysten, der das anscheinend objektive DCF-Verfahren anwendet, hat viele Möglichkeiten, das Ergebnis subjektiv zu beeinflussen.

Es gibt einige so genannte Modellparameter, an denen der Analyst schrauben kann. Das größte Problem ist aber: Das Ganze basiert auf Annahmen bzw. Prognosen über den zukünftigen Cashflow. Und Prognosen sind zum einen sehr unsicher, besonders in wirtschaftlich insgesamt turbulenten Zeiten. Zum anderen greifen die Aktienanalysten nicht selten auf die eigenen Prognosen des jeweiligen Unternehmens selbst zurück, bzw. stützen ihre eigenen Prognosen zumindest darauf. Das hat dann mit Objektivität nicht mehr viel zu tun. Zieht man das in Betracht, dann bleibt pointiert ausgedrückt vom modelltheoretischen Charme des DCF-Verfahrens gelegentlich nicht viel mehr als Glaskugel-Schauen übrig.

Trotz all dieser Kritik liefert das DCF-Verfahren doch wich-

Nutzen Sie unsere Spar-Aktion!

# SICHERN SIE SICH DEN DAXVESTOR FÜR EINEN MONAT GRATIS!

## IHRE VORTEILE:

- » 2 Top-Musterdepots
- » Top-Redaktion: Mehr als 50 Jahre Börsenerfahrung
- » E-Books und Spezial-Ausgaben (Wert 189 Euro)
- » **Gold-Spezial:** Jetzt Gold kaufen oder abwarten?
- » **DAX-Spezial:** Alle 30 DAX-Aktien im Check!
- » **Aktion:** 6 Monate lesen + 1 Monat gratis

Ihr Gutscheincode: **DAX+1**



JETZT SPAREN:  
**WWW.DAX-VESTOR.DE/BESTELLEN**

» HIER KLICKEN & SPAREN



## DAS KURS-BUCHWERT-VERHÄLTNIS

In wirtschaftlich schwierigen Zeiten rückt zudem meist verstärkt die Frage in den Mittelpunkt: Wie hoch ist eigentlich die Substanz des Unternehmens? Wann liegt der Aktienkurs unter dem Substanzwert? Das war zum Beispiel kurz nach der Finanzkrise 2008 der Fall. Die Börsenkurse waren extrem abgestürzt und es herrschte eine große Unsicherheit über die Zukunft. An Gewinnprognosen traute sich kaum jemand heran. In solchen Situationen blicken die meisten Anleger auf die Substanz eines Unternehmens und der Buchwert ist eine Maßzahl für diese Substanz. Doch was ist die Substanz? Ganz einfach: Der Substanzwert entspricht der Summe aller Vermögensgegenstände bewertet zu Marktpreisen und verringert um die Schulden. Es ist der Preis, den ein potenzieller Käufer zu zahlen bereit wäre, wenn er das Unternehmen zerschlagen und die Aktiva einzeln veräußern würde.

Grob gesprochen ergibt sich der Buchwert bilanztechnisch aus der Summe der Aktiva minus den Verbindlichkeiten – das entspricht in etwa dem Eigenkapital, aber eben nur "in etwa". Wie immer steckt auch hier der Teufel im Detail, denn Buchwert ist nicht gleich Eigenkapital; es müssen einige Bereinigungen vorgenommen werden. Zwar gibt es keine einheitliche Berechnungsformel für den Buchwert, folgende Definition erscheint jedoch am sinnvollsten: Ausgewiesenes Eigenkapital minus Anteile fremder Gesellschafter minus Dividendenausschüttung minus Geschäftswert (Goodwill). Zum so genannten Goodwill kommen wir später noch.

Diese Bereinigungen erfolgen mit dem Ziel, den Buchwert als Maßzahl für die Substanz eines Unternehmens aussagekräftiger zu machen. Die Anteile fremder Gesellschafter und die beschlossenen, aber noch nicht ausgeschütteten Dividenden werden abgezogen, da das Unternehmen über

diese beiden Größen nicht verfügen kann, sie also nicht zum Vermögen gezählt werden können. Der Goodwill schließlich stellt einen immateriellen Wert dar und kann bei einer angenommenen Zerschlagung des Unternehmens in der Regel nicht "zu Geld gemacht werden".

### „DER AKTIENKURS AN DER BÖRSE KANN DURCHAUS AUCH LÄNGERE ZEIT UNTER DEM BUCHWERT JE AKTIE LIEGEN.“

Dennoch ist aber auch der so definierte Buchwert natürlich nur eine Näherungsgröße für den Substanzwert eines Unternehmens. So kann das Unternehmen zum Beispiel über nicht bilanzierte Aktiva wie einen bekannten Firmen- oder Produktnamen verfügen, der im Falle einer Zerschlagung auch separat verkauft werden könnte. Darüber hinaus müssen die bilanzierten Werte nicht den Marktpreisen entsprechen. So können Vorräte im Falle einer Zerschlagung weit weniger Erlösen, als sie an Wert in der Bilanz darstellen. Zur Ermittlung des Substanzwertes einer Unternehmung ist daher immer eine detaillierte Analyse nötig.

Dividiert man dann den Buchwert durch die Anzahl der Aktien, so erhält man den Buchwert je Aktie. Im Gegensatz zu Aktienkennzahlen wie dem KGV oder dem Kurs-Cashflow-Verhältnis ist das Kurs-Buchwert-Verhältnis keine Maßzahl für die Ertragskraft des Unternehmens, sondern für dessen Substanzwert. Der Buchwert je Aktie wird daher gelegentlich als "Mindestpreis" für die Aktien eines Unternehmens bezeichnet. Doch auch das ist mit Vorsicht zu genießen: Es kommt gar nicht so selten vor, dass der Aktienkurs eines Unternehmens an der Börse unter den Buchwert je Aktie fällt. Das ist vor allem dann der Fall, wenn ein Unternehmen in einer Krise steckt und die Aktiva in der Bilanz an Wert verlieren. Viele Bankaktien z.B. notieren seit der Finanzkrise häufig unter ihrem Buchwert. Als "absolutes Kaufkriterium" in dem Sinne, Kurs fällt unter Buchwert je Aktie, also kaufen, taugt diese Kennzahl jedoch aus den genannten Problemen bei der Bewertung der Aktiva nicht. Der Aktienkurs eines Unternehmens an der Börse kann durchaus auch längere Zeit unter dem Buchwert je Aktie liegen.



#### ERMITTLUNG DES KURS-BUCHWERT-VERHÄLTNISES

$$\text{KBV} = \frac{\text{Aktueller Kurs}}{\text{Buchwert pro Aktie}}$$

## DER GOODWILL BZW. FIRMIENWERT

Vor allem nach dem Platzen der Internetblase im Jahr 2000 machte häufig der so genannte Goodwill von sich reden – und zwar vor allem negativ. Die Bilanzierung immaterieller Vermögensgegenstände brachte in der folgenden Rezession enormen Abschreibungsbedarf mit sich.

Grundsätzlich gehen nicht greifbare immaterielle Wirtschaftsgüter, wie beispielsweise Patente, Lizenzen, etablierte Markennamen oder Mitarbeiter-Knowhow, nicht in die Vermögensaufstellung eines Unternehmens ein. Ledig-

### „IMMATERIELLE WIRTSCHAFTSGÜTER WERDEN LEDIGLICH BEIM KÄUFLICHEN ERWERB BILANZIELL ERFASST.“

lich beim käuflichen Erwerb derartiger Werte werden sie in der Bilanz erfasst und gelten als Aktiva; das ist regelmäßig bei Unternehmensübernahmen der Fall. Hierbei wird der über den Buchwert von Maschinen, Grundstücken etc. hinausgehende Kaufbetrag beim Käufer als so genannter Goodwill, zu deutsch: Firmenwert, in der Vermögensaufstellung als Aktiva verbucht.

Bis ins Jahr 2000 hinein haben viele Unternehmen eine aggressive Übernahmestrategie verfolgt und enorme Goodwill-Beträge in ihren Bilanzen aufgetürmt. Doch die in dieser Zeit gezahlten Preise erwiesen sich im Nachhinein als viel zu hoch. Die Unternehmen sahen sich daher dazu gezwungen, die bilanzierten Firmenwerte den aktuellen Marktgegebenheiten anzupassen. Sonderabschreibungen von bis dato ungeahntem Ausmaß wurden nötig – mit den entsprechenden Auswirkungen auf die ausgewiese-

nen Gewinne. Auch heute gibt es immer wieder Beispiele dafür, dass immaterielle Firmenwerte abgeschrieben werden müssen und zu hohen Verlusten führen. 2015 waren die Goodwill-Abschreibungen deutscher Unternehmen sogar so hoch wie nie zuvor in der Geschichte. Das lag vor allem an einigen DAX-Konzernen. So musste z.B. die Deutsche Bank einen Großteil des beim Kauf der Postbank bilanzierten Goodwills abschreiben. Auch deswegen steht die Aktie auf einem Rekordtief.

Was heißt das für die Praxis? Insbesondere als langfristiger Anleger sollten Sie sich die Aktiva des Unternehmens, in das Sie investieren möchten, genau ansehen. Bestehen diese zu einem erheblichen Teil aus Goodwill oder anderen immateriellen Vermögensgegenständen wie Patenten und Lizenzen bei Biotechnologie-Unternehmen, Filmrechten bei Medienaktien oder UMTS-Lizenzen bei Telekommunikationswerten, dann bedeutet dies ein erhöhtes Abschreibungsrisiko.



#### MEIN FAZIT

Wann ist eine Aktie langfristig kaufenswert und zu welchem Kurs kann man einsteigen? Und wann sollte man sich besser wieder von einer Aktie trennen? Die Methoden der fundamentalen Bewertung von Aktien bieten Ihnen eine Vielzahl von Möglichkeiten an die Hand, diese Fragen zu beantworten. Doch es erfordert einiges an Erfahrung und Fachwissen, um die richtigen Entscheidungen zu treffen. [In meinem Premium-Börsenmagazin DaxVestor stehen meine Kollegen und Ich Ihnen mit unseren aktuellen Analysen mit Rat und Tat zur Seite!](#)

#### Impressum

Herausgeber:  
DaxVestor - ATLAS Research GmbH  
Postfach 32 08 - 97042 Würzburg  
Telefax +49 (0) 931 - 2 98 90 89  
www.dax-vestor.de - E-Mail info@dax-vestor.de

Redaktion: Stefan Böhm (V.i.S.d.P.), Dr. Detlef Rettinger

#### Urheberrecht:

In DaxVestor veröffentlichte Beiträge sind urheberrechtlich geschützt. Jede ungenehmigte Vervielfältigung ist unstatthaft. Nachdruckgenehmigung kann der Herausgeber erteilen.

#### Haftung

Alle Informationen beruhen auf Quellen, die wir für glaubwürdig halten. Die in den Artikeln vertretenen Ansichten geben ausschließ-

lich die Meinung der Autoren wieder. Trotz sorgfältiger Bearbeitung können wir für die Richtigkeit der Angaben und Kurse keine Gewähr übernehmen.

Optionsschein- und Hebelzertifikate-Anlagen bieten die Chance, eine sehr hohe Performance auf das eingesetzte Kapital zu erhalten. Diese Chance wird jedoch mit einem gegenüber einer Aktien- oder Rentenanlage deutlich erhöhten Risiko erkaufte. Im schlechtesten Fall ist ein Totalverlust des eingesetzten Kapitals möglich. Der Anteil von Optionsscheinen und Hebelzertifikaten in einem Portefeuille sollte daher begrenzt werden. Bei allen Anlageformen ist zu beachten, dass die Wertentwicklung in der Vergangenheit keine Garantie für die Zukunft ist.

Die im DaxVestor enthaltenen Informationen stellen keine Empfehlungen im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes dar. DaxVestor/ATLAS Research GmbH kann für die zur Verfügung gestellten Informationen und Nachrichten keine Haftung übernehmen. DaxVestor/ATLAS Research GmbH kann keine Verantwortung für die Richtigkeit

und Vollständigkeit von Daten bzw. Nachrichten übernehmen.

#### Disclaimer

Die Bezeichnungen DAX®, MDAX®, SDAX®, TecDAX® sind eingetragene Marken der Deutsche Börse AG. Die auf den Indizes basierenden Finanzinstrumente werden von der Deutschen Börse AG nicht gesponsert, gefördert, verkauft oder auf eine andere Art und Weise unterstützt. Die Berechnung der Indizes stellt keine Empfehlung der Deutschen Börse AG zur Kapitalanlage dar oder beinhaltet in irgendeiner Weise eine Zusicherung der Deutschen Börse AG hinsichtlich einer Attraktivität einer Investition in entsprechende Produkte.

#### Bildnachweis

© Abdulsatarid - Dreamstime.com, © Deutsche Börse AG, © Eisenhans - Fotolia.com, © lassedesignen - Fotolia.com, © Stefan Rajewski - Fotolia.com, © Kheng Guan Toh - Fotolia.com, © Denis Junker - Fotolia.com, © beermedia - Fotolia.com, © tom - Fotolia.com