

Bedeutung der Rechnungslegung für die Aktienanalyse:

Was Analysten wirklich tun



Frank Siebrecht
Equity Research
18. Juni 2002

Deutsche Bank 

Themenübersicht

Kurse und Bewertung

- Informationsbeschaffung und Einflußfaktoren
- Bewertungsmethodik und Grundüberlegungen

Rechnungslegung als Grundlage der Bewertung

- GuV - das KGV
- Bilanz - das Enterprise Value Konzept

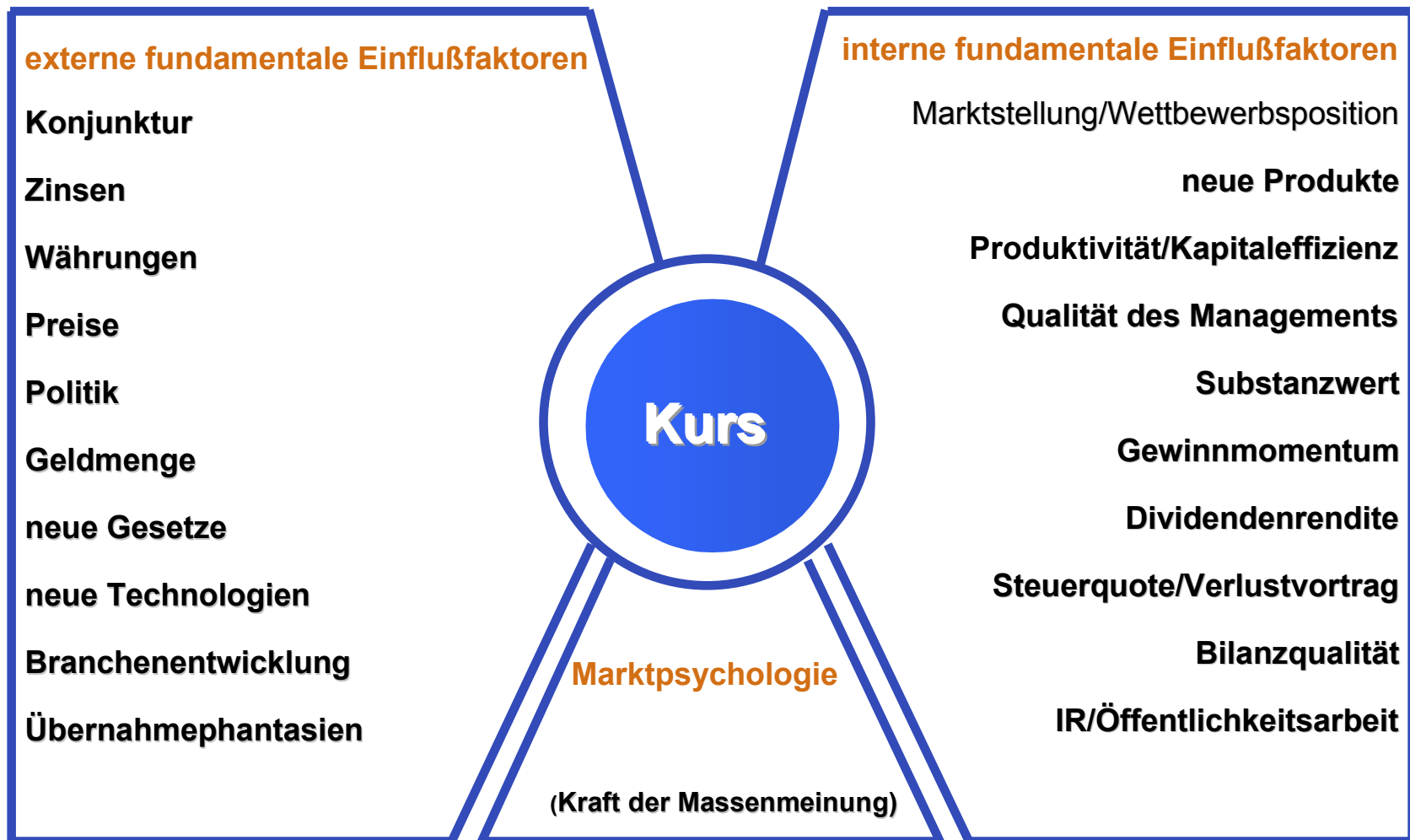
Der Jahresabschluß als Spiegel des Unternehmens

Praxisbeispiele- Alles Lügner und Betrüger?

- Curanum
- Mediclin
- Kretztechnik
- Stada

Informationsbeschaffung und Einflußfaktoren

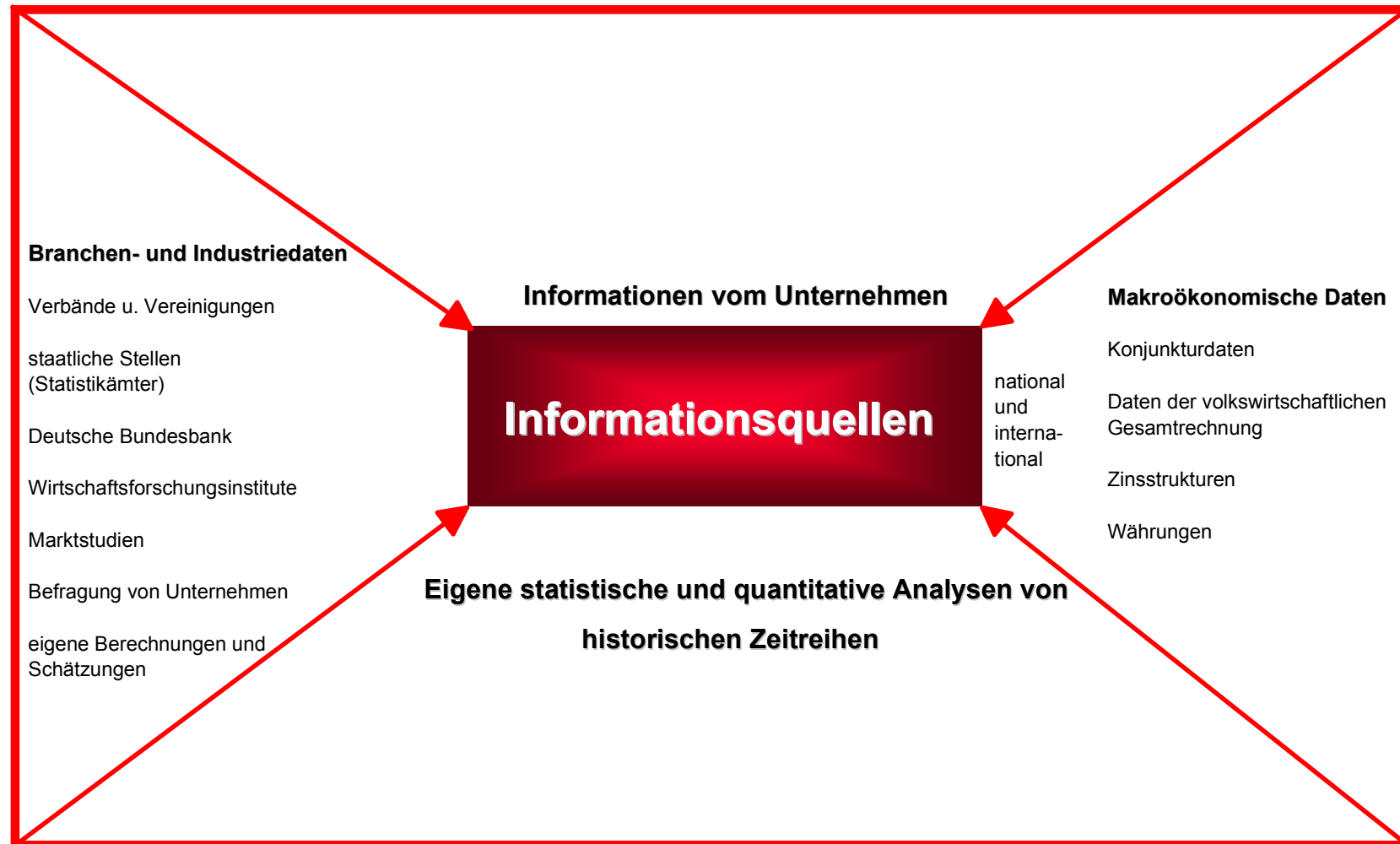
Es gibt vielfältige Einflußfaktoren auf den Börsenkurs eines Unternehmens



Unternehmensinformation

Allgemein		Analystenspezifisch	
Unpersönliche Informationsmaßnahmen ☐ Geschäftsbericht ☐ Zwischenbericht ☐ Ad hoc-Statement/Publizität ☐ Fact Books (Kerndaten des Unternehmens) ☐ Unternehmensbroschüren ☐ Mitarbeiter- und Aktionärszeitschriften ☐ Finanzanzeigen	Persönliche Informationsmaßnahmen ☐ Hauptversammlung ☐ Pressekonferenzen ☐ Investorenmeetings ☐ Fernseh- und Rundfunkinterviews	Analystenmeeting ☐ Veranstaltung	☐ Analystengespräche (Managementinterviews) ☐ Einzelgespräche ☐ Gruppengespräche ☐ telefonische und schriftliche Beantwortung von Analystenanfragen

Datenbasis für Aktienbewertungsmodelle



Bewertungsmethodik und Grundüberlegungen

Analytische Einflußfaktoren auf die Bewertung

**Unternehmens- und Branchen-
bedingte Faktoren**

Gewinnmomentum
Stabilität d. Gewinne i.d. Vergangenheit
Dividende
Bilanzqualität
Finanzierungsstruktur
Branchenentwicklung
Wettbewerbsposition
Mittelfristige Perspektiven
Image
Bekanntheitsgrad
Öffentlichkeitsarbeit
Produkte
Management
Steuerlicher Verlustvortrag
Ergebniswerte/Turn-around

Bewertung

Gesamtmarktbedingte Faktoren

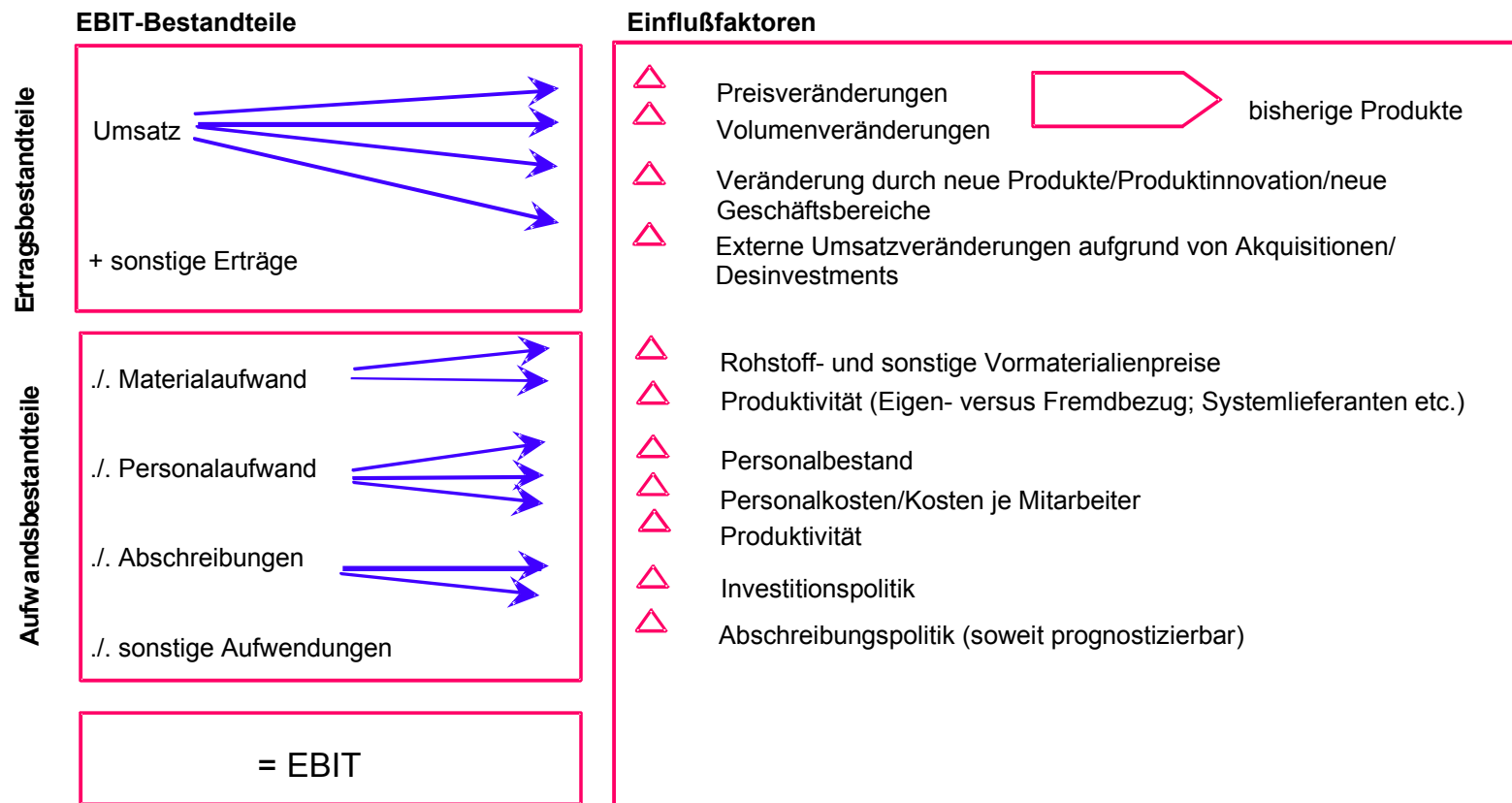
Zinsniveau
Betafaktor
Modetrends
Substanzdenken
Marktbreite
Übernahmespekulationen
Indexbestandteil
Anlegerverhalten der Ausländer
Liquidität



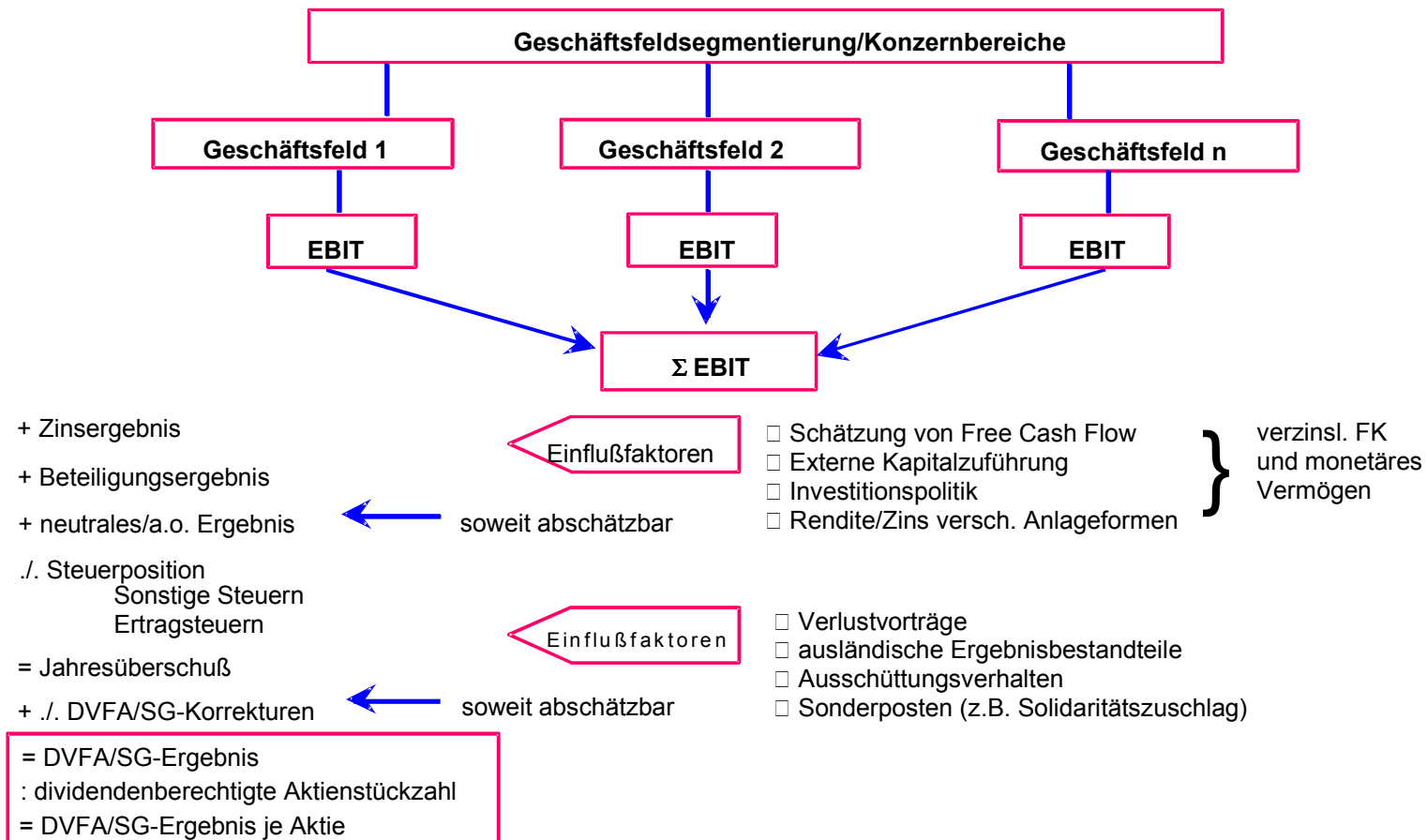
Modell und Ablaufschema des Equity Research



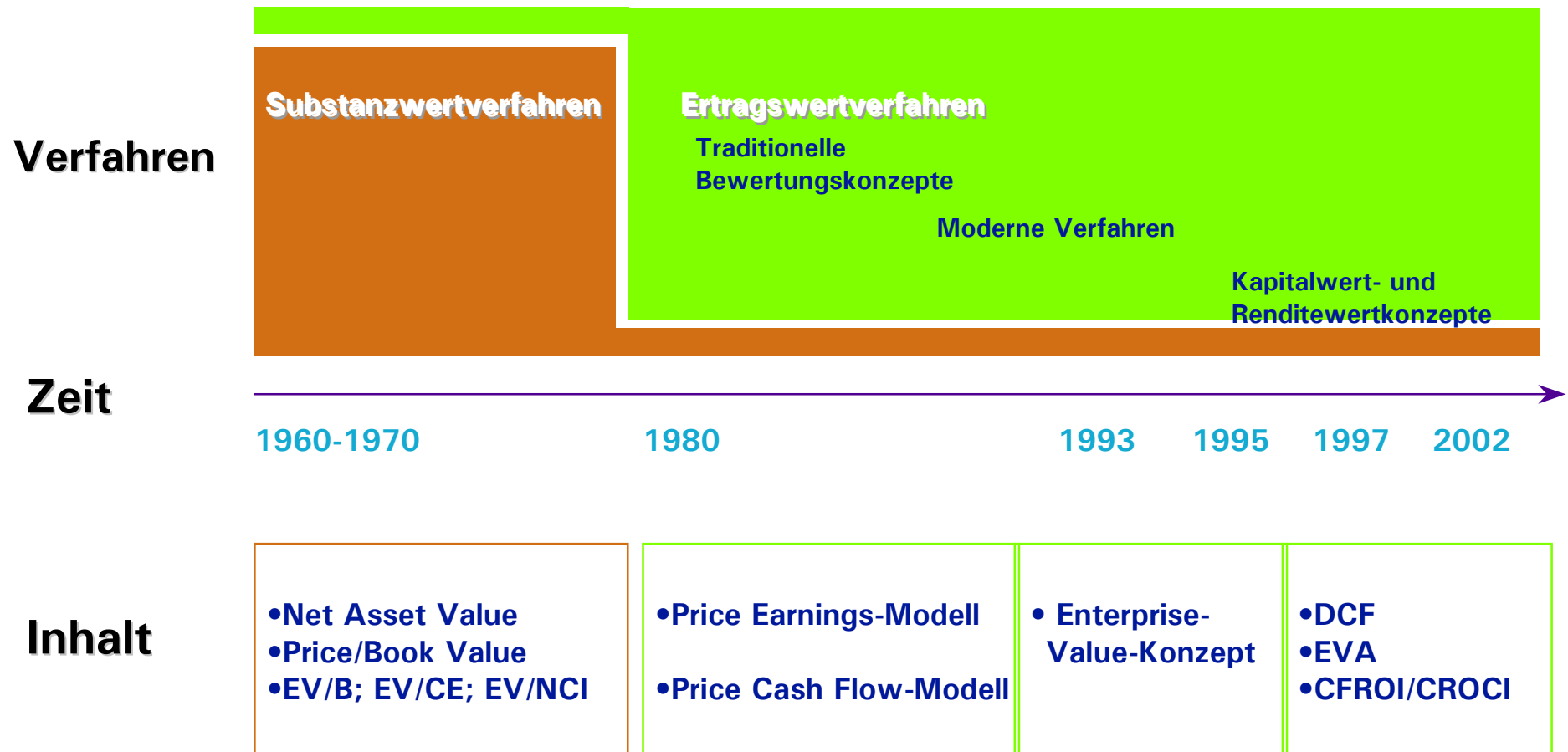
Die EBIT-Bestandteile und deren Einflußfaktoren



Ableitung der prognostizierten Ergebnisse je Aktie



Chronologie und Inhalt der Aktienbewertungsmodelle



Gemeinsamkeit der Ertragswertverfahren: Erträge/Kapital

Die Modelle stellen nur jeweils auf andere Ertrags- u. Kapitalgrößen ab

Bewertungsstrategie	Traditionelle Bewertungskonzepte (P/E; P/CF)	Moderne (EV-) Bewertungsverfahren (EV)	Renditewert- konzepte (CROCI)	Kapitalwert- konzepte (DCF, EVA)
relevante Ertragsgröße	Nettogewinn Cash Flow	EBITDA EBIT	Netto Cash Flow (taxed adj. EBITDA)	Free Cash Flow (DCF) NOPAT (EVA)
relevante Kapitalgröße	Marktkapitalisierung (EK Aktionäre)	Enterprise Value (EK + FK)	CCA Investiertes Kapital (Inflationsbereinigte Brutto-Aktiva)	Netto-Aktiva (EVA)

zunehmende Komplexität u. Detaillierung der Prognoseparameter



Rechnungslegung als Grundlage der Analyse GuV

Ungewöhnliche und periodenfremde Erträge

Außerordentliche Erträge

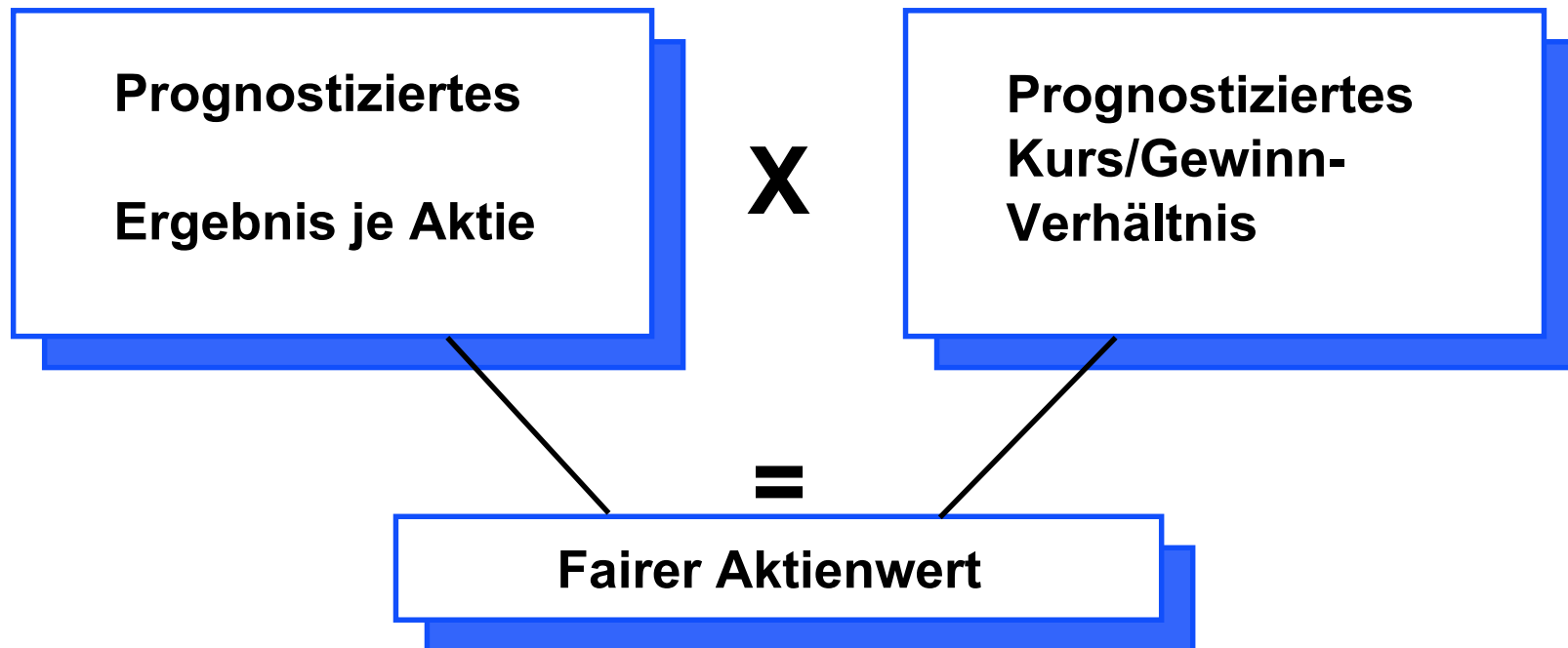
	identifizierbar	nicht immer identifizierbar
+ Zuschreibungen	x	
+ Zulagen, Zuschüsse	x	
+ ungewöhnliche Erträge (z.B. Erträge aus Anlageabgängen)		x
+ Auflösung von Rückstellungen		x
+ Auflösung von Wertberichtigungen		x
+ Steuererstattungen		x

Außerordentliche Aufwendungen

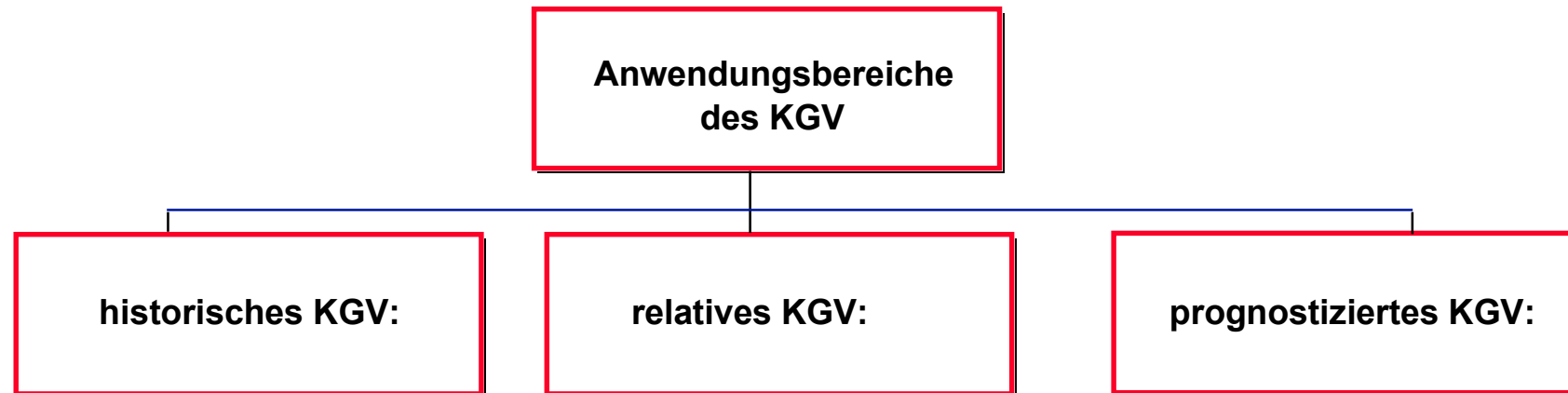
./. Abschreibungen auf Vermögensgegenstände des Umlaufvermögens, soweit diese die in der Kapitalgesellschaft üblichen Abschreibungen überschreiten (nur beim GKV)		x
./. außerplanmäßige Abschreibungen (in Ausnahmefällen)	x	
./. rein steuerrechtliche Abschreibungen	x	
./. Abschreibungen im Umlaufvermögen zur Vorwegnahme zukünftiger Wertschwankungen		x
./. ungewöhnliche Aufwendungen (z.B. Aufwendungen aus Anlageabgängen)		x
./. Überdotierung von Rückstellungen		x
./. Überdotierung von Wertberichtigungen (auf Forderungen)		x
./. Steuernachzahlungen		x



Grundform des Price/Earnings-Modells



Anwendungsbereiche des KGV



$$\frac{\text{Kurs}_t}{\text{EPS}_{t+1}}$$

relativ - zur Branche
- zum Gesamtmarkt
- zu anderen Märkten

a) abgeleitet aus dem historischen KGV
- arithmetisches Mittel
- zykluskongruent

b) abgeleitet aus dem relativen KGV

FAZIT Traditionelle Bewertungskonzepte

Vorteile

P/E und P/CF als einfache Bewertungsmethoden mit hohem Stellenwert bei den Investoren

P/E berücksichtigt stark die Ertragserwartungen

P/CF

- stellt auf Zahlungsströme ab
- bereinigt um unterschiedliche Abschreibungsmethoden und die Rückstellungspolitik

FAZIT traditionelle Bewertungskonzepte

Nachteile

P/E und P/CF werden durch unterschiedliche Steuerbelastungen und Kapitalstrukturen beeinflusst

Stichtagsproblematik

P/CF-Verhältnisse sind nicht vergleichbar bei Unternehmen mit unterschiedl. Produktionsstrukturen (Make or Buy) oder Eigentumsverhältnissen von Assets (Leasing vs. Kauf)

geringe Korrelation mit der Aktienkursentwicklung

Rechnungslegung als Grundlage der Analyse Bilanz

Das Enterprise Value (EV)-Konzept

Der Unternehmenswert (EV) ist die Summe aus dem Marktwert des Eigenkapitals und dem Marktwert des Fremdkapitals

Das EV-Konzept basiert auf dem Grundgedanken von Miller und Modigliani (1958): Der Unternehmenswert wird nicht durch die Finanzstruktur beeinflusst

Der EV stellt die Bewertung des Gesamtunternehmens für ALLE Kapitalgeber dar (FK und EK)

Neue Dimension der Bewertungsqualität ermöglicht sinnvolle nationale und internationale Unternehmens- und Branchenvergleiche

Der EV stellt operativen Ertragsgrößen die korrekte Kapitalgröße gegenüber

Ermittlungsschema des Enterprise Value (EV)

EV

$$\begin{aligned} &= \text{Marktkapitalisierung} \\ &+ \text{Nettoverschuldung} \\ &- \text{Peripheres Vermögen} \\ &+ \text{Anteile Dritter} \\ &+ \text{Pensionsrückstellungen} \end{aligned}$$

EV = neu bewertetes bilanzielles EK + FK

$$\text{Unternehmenswert (EV)} = \text{Wert EK} + \text{Wert FK}$$



Marktkapitalisierung + Anteile Dritter - Peripheres Vermögen	Nettoverschuldung + Pensions- rückstellungen
---	---

1. Schritt: Verkürzung der Bilanz

Bilanz

AV • Sachanlagen • Finanzanlagen - Beteiligungen	EK • EK Aktionäre • Anteile Dritter
UV • Vorräte • Forderungen • sonst. Verm.gegenst.	FK • Pensions-RST • sonstiges unverzinsl. FK (kfr.)
• monetäres UV	• verzinsl. FK

1) **NWC = Net Working Capital** = nicht verzinsliches UV - nicht verzinsl. kfr. FK

2) **Nettoverschuldung**

= verzinsliches FK
lfr. + kfr.

- monetäres UV

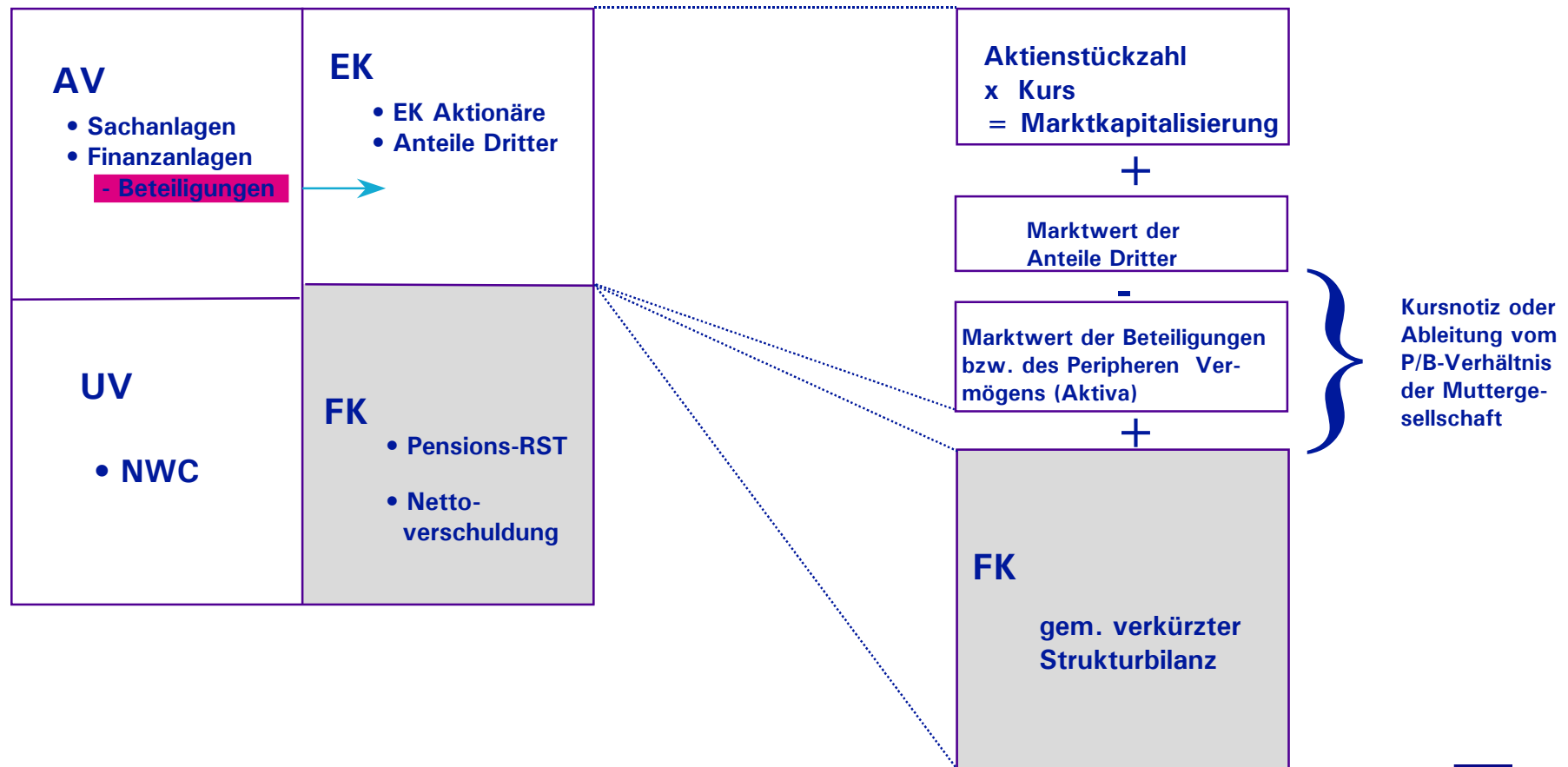
verkürzte Strukturbilanz

AV	EK
	FK
UV • NWC ¹⁾	• Pensions-RST • Nettoverschuldung ²⁾

2. Schritt: - Neubewertung des Eigenkapitals - Ausrichtung auf das Stammgeschäft

verkürzte Strukturbilanz

EV



Adjustierungsschema für die EV-Berechnung

Marktkapitalisierung bei
Teilnotierung d. Kapitals (+)

Marktwert der Anteile Dritter
(+)

Vollkonsolidierung vs. Be-
teiligungsansatz von
Finanzdienstleistungs-
gesellschaften (Leasing)

Peripheres Vermögen:
• Marktwert v. Beteiligungen u.
Equity-Konsolidierungen (-)
• Barwert steuerlicher Verlust-
vorträge (-)
• Besserungsscheine (+)

Adjustierungsparameter für das EK

EV

Liquidität ist teilweise
operativ bei Bau- u.
Anlagebauunternehmen (+)

Wertpapiere im Anlage-
vermögen (-)

Forderungen (-) und sonstige
Verbindlichkeiten (+) können
verzinslich sein

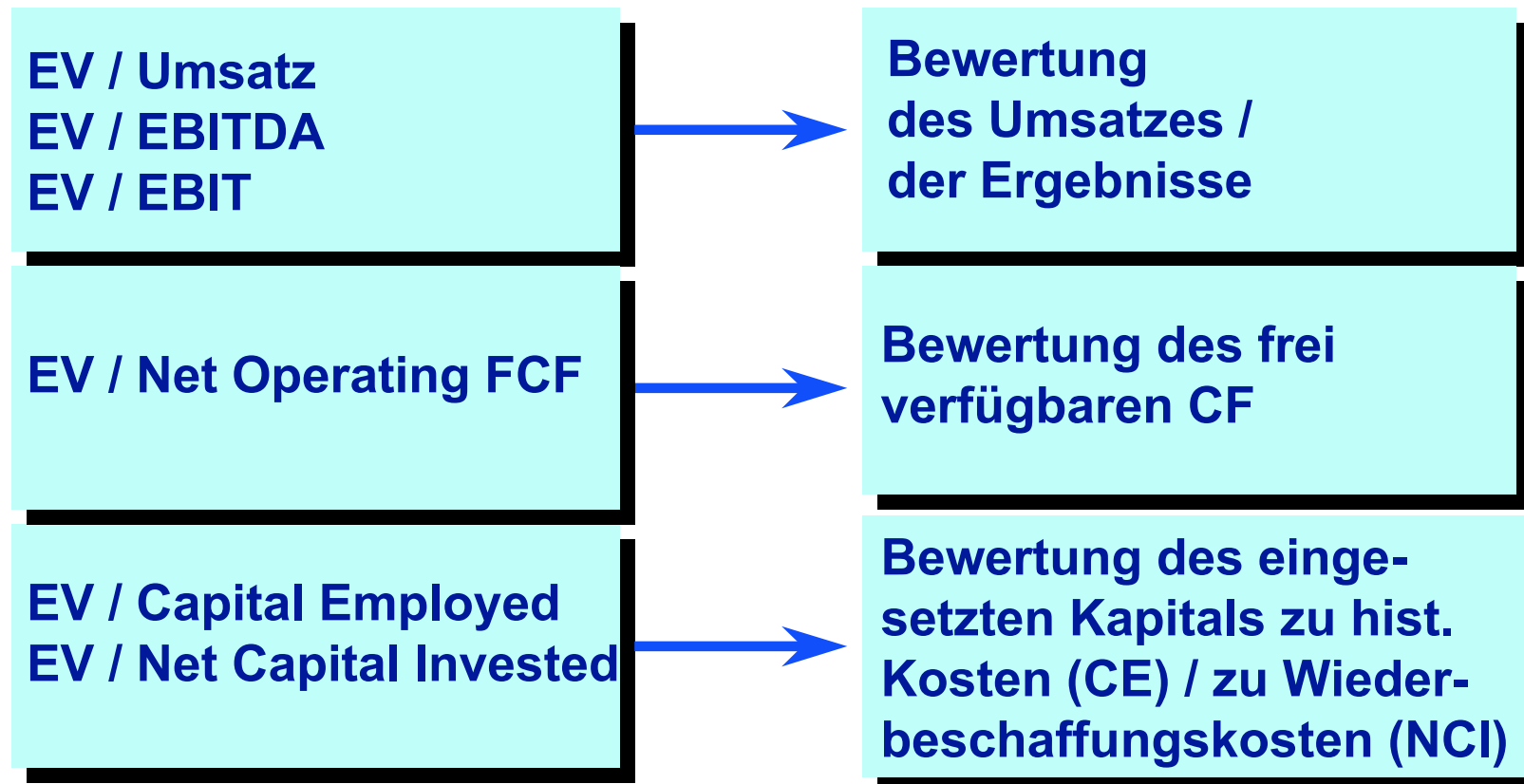
Angleichung unterschied.
Diskontierungsfaktoren bei
Pensionsrückstellungen (+)

Entsorgungsrückstellungen f.
Kernbrennelemente der
Versorger (+)

Adjustierungsparameter für das FK



EV-Kennzahlen auf einen Blick



FAZIT Enterprise Value-Bewertung

Vorteile

Unterschiede in Steuerquoten, Kapitalstruktur und Abschreibungspolitik haben keinen Einfluß auf EV/EBDIT

Die Unterschiede zu Bewertungen auf KGV-Basis erklären sich oft durch den expliziten Freibetrag für Schulden und Pensionsrückstellungen

EV/EBDIT und EV/EBIT stellen auf das operative Ergebnis (des Kerngeschäftes) ab

Bei UN mit unterschiedlichen Produktions- oder Assetstrukturen ist nur das EBIT-Ergebnis als Vergleichsmaßstab geeignet

Höhere Korrelation zur Aktienkursentwicklung als bei den traditionellen Methoden

FAZIT Enterprise Value-Bewertung

Nachteile

Stichtagsproblematik

EV kann durch Konsolidierungsmaßnahmen beeinflußt werden

Keine Berücksichtigung der Altersstruktur der Aktiva

Gefahr der Fehlinterpretation bei UN mit nachhaltigen Strukturunterschieden

Was Analysten wirklich tun (sollten)

Der Jahresabschluß als Spiegel des Unternehmens

Laßt die Bilanz leben - hinterfragt jede Position

- Was steckt real hinter der nackten Zahl
- Der Jahresabschluß ist ein Marketinginstrument

Der Anhang sagt mehr als man denkt

- Liest den Jahresbericht von hinten nach vorne
- Bilanzpolitik ist entscheidend für die Qualität
- Verbindlichkeiten außerhalb der Bilanz

Grenzen der Rechnungslegung erkennen

- Wer ist Gesellschafter der Minderheiten?
- Wer steckt hinter den Gläubigern?
- Sind Konditionen marktgerecht?

Alles Lügner und Betrüger?

Fallbeispiele aus der Praxis

- Curanum - progressiv - was sind die Risiken?
- Mediclin - Firmenwert zu hoch?
- Kretztechnik - alles werthaltig?
- Stada - die wahre Profitabilität ist niedriger

NEIN - nur der Leser betrügt sich selbst