

Aktien – von Bewertungen und Empfehlungen



Dr. Adrian Hunger | Senior Specialist Treasury Products | BayernLB, Munich

Gliederung

- (1) Aktien als Investment**
- (2) Die Bewertung von Aktien**
- (3) Einflussfaktoren**
- (4) Aktienempfehlungen**
- (5) Diskussion**

Gliederung

- (1) Aktien als Investment**
- (2) Die Bewertung von Aktien**
- (3) Einflussfaktoren**
- (4) Aktienempfehlungen**
- (5) Diskussion**

(1) Die Aktie als Investment !

DAX 30 © - Entwicklung und Rendite in 2013



(1) Die Aktie als Investment ?

DAX 30 © - Entwicklung und Rendite in 2013



(1) Die Aktie als Investment

Und welche Aktien sind wann zu kaufen oder zu verkaufen?

Bei dem Investment in Aktien sind viele Fragen zu beantworten:

- Welche Aktie? Oder mehrere Aktien?
- Kaufen, zukaufen?
- Verkaufen, Teilverkauf?
- Halten?
- Alle, nur ein paar, wenn ja, wie viele?
- Haltedauer, Timing?
- ...

Doch auf welcher Grundlage können diese Fragen beantwortet werden?

Und was ist überhaupt eine Aktie?

(1) Die Aktie als Investment

Wesen der Aktie

„Aktien verbriefen Teilhaberrechte an einer Aktiengesellschaft. Der Eigentümer einer Aktie ist am Grundkapital der Aktiengesellschaft beteiligt.“

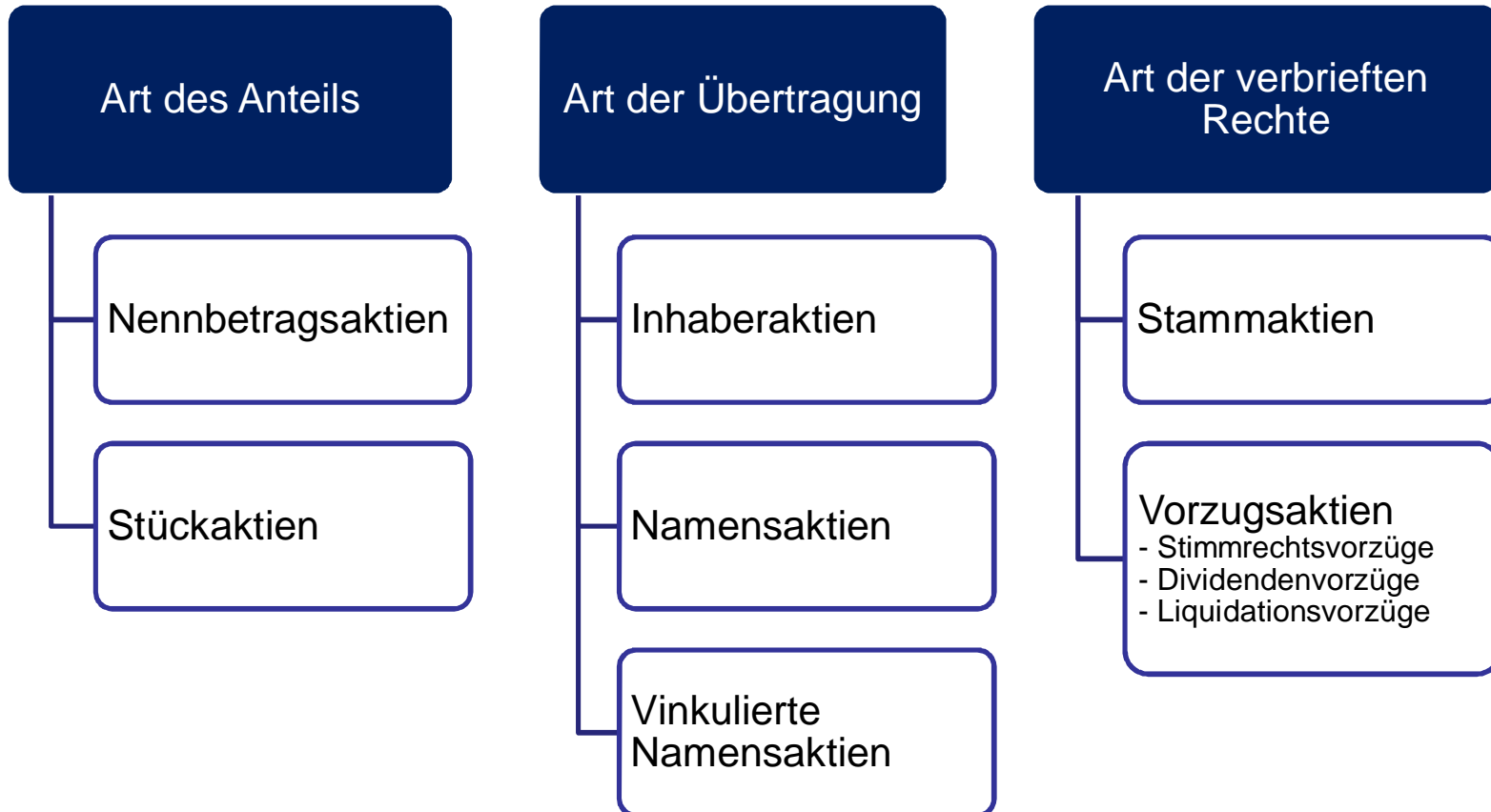
Rechte der Aktionäre:

- Beteiligung am Gewinn (Dividendenrecht) §§ 58,4 und 60,1 AktG
- Teilnahmerecht an der Hauptversammlung §§ 118 und 175,1 AktG
- Stimmrecht in der Hauptversammlung § 119 AktG
- Auskunft durch den Vorstand (Auskunftsrecht) § 131 AktG
- Bezug junger Aktien (Bezugsrecht) § 186 AktG
- Anteil am Liquidationserlös § 271 AktG

Quelle: Grill/Perczynski, 2007

(1) Die Aktie als Investment

Unterteilung



Quelle: Grill/Perczynski, 2007

Gliederung

- (1) Aktien als Investment**
- (2) Die Bewertung von Aktien**
- (3) Einflussfaktoren**
- (4) Aktienempfehlungen**
- (5) Diskussion**

(2) Die Bewertung von Aktien



Quelle: Albrecht/Maurer, 2005

(2) Die Bewertung von Aktien

Titelbene



- **Dividendendiskontierungsmodelle**
 - Discounted CashFlow
 - Constant Growth-Wachstumsmodell
 - Zwei-Phasen Dividenden-Diskontierungsmodell
 - Drei-Phase Dividenden-Diskontierungsmodell
 - Sum of the Parts
- **Statisch-ökonomische Fundamentalmodelle**
 - Multiple lineare Regression nach Whitbeck/Kisor
- **Statische Multiples**
 - Simple multiples (KGV, P/CF, P/BW, EV/EBITDA, EV/Umsatz)
 - Growth multiples (PEG, PCFg)

Quelle: Albrecht/Maurer, 2005; ZKB

(2) Die Bewertung von Aktien

Fragen in Bezug auf die Titel-Bewertungsmodelle



- | | |
|--|--|
| • Was ist Gewinn? Und wie hoch ist er? | Gesamt, ausgewiesen, handelsrechtlich, steuerlich, ... |
| • Wie hoch ist die (zukünftige) Dividende? | Und wenn einvernehmlich keine ausgeschüttet wird? |
| • Welcher Diskontierungszins ist der richtige? | Risikoloser Zins? Marktzins? Laufzeit? |
| • Welche Wachstumsrate ist angemessen? | Absolut? Relativ? |
| • Wie hoch wird die Thesaurierungsquote sein? | Und bei Nichtausschüttung? Verlusten? |
| • Wie hoch ist die Standardabweichung? | Peergroup? Markt? Durchschnitt? |
| • Welche Cash-Flows werden genommen? | Freie? Strategische? Nach welcher Berechnung? |
| • Was ist der Buchwert? Und wie hoch ist er? | Handelsrechtlich? Steuerlich? Stille Reserven? |
| • Welche Rolle spielen die Abschreibungen? | Sind EBITs vergleichbar? |
| • Was ist Umsatz? | Intragruppenumsätze? Bestandsveränderungen? |
| • ... | ... |

Quelle: Reuters, 06.10.2013

(2) Die Bewertung von Aktien

Portfolioebene



- **Markowitz-Diversifikation**
 - Korrelation von Wertpapierklassen
- **Capital Asset Pricing Modell (CAPM)**
 - β -Faktor (Systematisches Risiko/Marktrisiko)
- **Multifaktormodelle**
 - Simultane Identifikation von Faktoren und Koeffizienten
 - Prä-Spezifikation von Faktoren und Identifikation der Koeffizienten
 - Prä-Spezifikation von Koeffizienten und Identifikation der Faktoren (Rosenberg)
- **Arbitrage Pricing Theorie (Ross '75)**

Quelle: Albrecht/Maurer, 2005; ZKB

(2) Die Bewertung von Aktien

Fragen in Bezug auf die Portfolio-Bewertungsmodelle



- Was ist eine Anlageklasse? Index, Branche, Marktkapitalisierung, Markt?
- Welche Investitionsmöglichkeiten gibt es? Regional, national international, faktisch, theoretisch?
- Was ist ein risikoloser Zins? 0, Staatsanleihen, welches Rating?
- Welche Erwartung ist angemessen? Absolut? Relativ?
- Wie hoch wird die Volatilität sein? Und in welchem Zeitraum?
- Sind die Korrelationen stichhaltig? Scheinkorrelation, Nonsenskorrelation?
- Welche Faktoren beeinflussen die Modelle?
 - (Markt)erfolg; Ertrag, a.o.-Ertrag
 - Auslandseinkommen
 - Lohnintensive Tätigkeiten
 - Größe
 - Verschuldungsgrad
 - Wert, nicht bewertete Assets
- Wie entwickeln sich die Makrodaten?

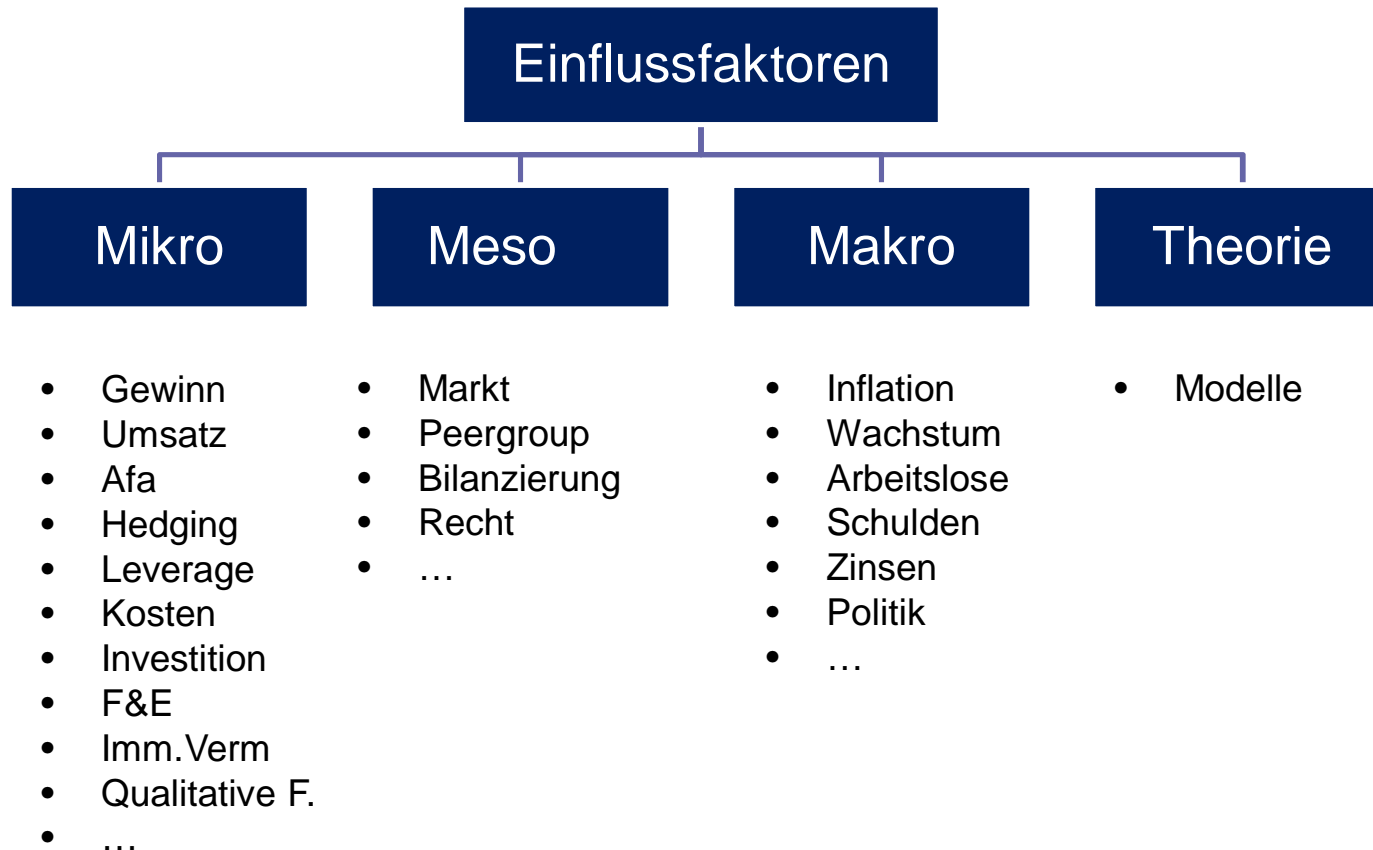
Quelle: Albrecht/Maurer, 2005

Gliederung

- (1) Aktien als Investment
- (2) Die Bewertung von Aktien
- (3) Einflussfaktoren**
- (4) Aktienempfehlungen
- (5) Diskussion

(3) Einflussfaktoren I

für die Beurteilung von Aktien(-Kursentwicklungen)



Quelle: Reuters, 06.10.2013

(3) Einflussfaktoren II

zu berücksichtigen ist aber auch

- Zielsetzung
- Vorhandene/zukünftige Vermögensstruktur
- Strategie
- Risikobereitschaft
- Benchmark
- Reaktionsfähigkeit
- Anlageuniversum / Researchuniversum
- Intention der Empfehlungen / Interessenkonflikte
- ...

Gliederung

- (1) Aktien als Investment**
- (2) Die Bewertung von Aktien**
- (3) Einflussfaktoren**
- (4) Aktienempfehlungen**
- (5) Diskussion**

(4) Aktienempfehlungen

- Können absolut (Aktie xy steigt auf z EUR).
- Können relativ (positive Gewichtung gegenüber einem Vergleichsportfolio).
- Sollten eine Benchmark haben.
- Sollten Zeithorizonte mit berücksichtigen.
- Können nur im Rahmen einer individuellen Strategie hilfreich sein.
- Sind nicht vergleichbar.
- Können nur einen Teil der Einflussfaktoren bewerten.
- Können sich entsprechend schnell ändern.
- Können einer Intention folgen.
- Können lediglich der Abrundung der eigenen Meinung sein.
- ...

(4) Aktienempfehlungen

Beispiel: Commerzbank AG, 2013

Zeitraum: 02.01.2013 - 06.10.2013; Quelle: boerse-online.de:

- **21 verschiedenen Analysten:**

Bankhaus Lampe, Barclays Capital, Berenberg, BNP Paribas, Chevreux, Citigroup
Credit Suisse, Deutsche Bank, equinet, Goldman Sachs, HSBC, Independent Research, Kepler
Equities, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Nomura, NordLB, S&P Equity, Societe Generale, UBS,
Warburg

- **80 Empfehlungen:**

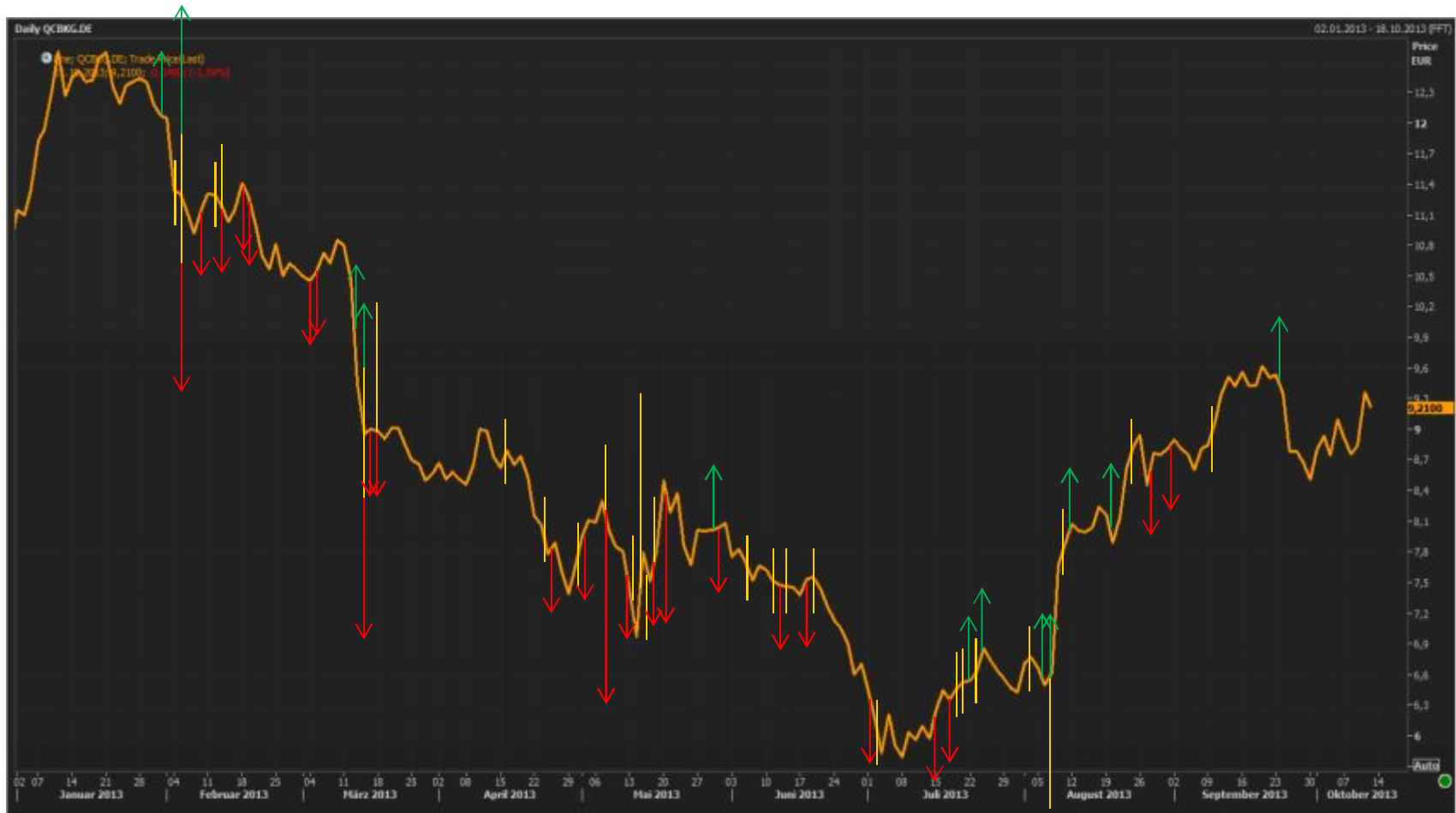
15 x Kaufen

34 x Halten

31 x Verkaufen

(4) Aktienempfehlungen

Beispiel: Commerzbank AG



Quelle: Reuters, 06.10.2013

(4) Aktienempfehlungen

Das Universum

Das vorangegangene Beispiel der Commerzbank AG und der boerse-online ist lediglich exemplarisch, denn:

- **Alleine die Deutsche Börse AG hat 12.714 Aktien in EUR gelistet**
- Hinzu kommen Titel in Fremdwährung
- Regionalbörsen
- Auslandsbörsen
- Eine Vielzahl von Research-Instituten

(4) Aktienempfehlungen

Fazit

- **Aktien sind in jedem Fall ein lohnendes Investment?**
- **Theoretische Modelle erleichtern die Titelauswahl?**
- **Empfehlungen von unabhängigen Analysten sind hilfreich?**
- **Aktien gehören in jedes Vermögen?**



Gliederung

- (1) Aktien als Investment
- (2) Die Bewertung von Aktien
- (3) Einflussfaktoren
- (4) Aktienempfehlungen
- (5) Diskussion

(5) Diskussion



Dr. Adrian Hunger

- **BayernLB, München**

Senior Specialist Treasury Products

adrian.hunger@bayernlb.de

- **Munich Business School, München**

Dozent für Corporate Finance & Internationales Finanzmanagement

adrian.hunger@munich-business-school.de

- **www.ipo-underpricing.com**

adrian@hunger-online.com