

## ANALYSE

## Auf welche Bewertungsformeln die Anlageprofis achten

Der Gewinn, den Unternehmen ausweisen, ist manipulierbar und besitzt begrenzte Aussagekraft. The Market hat professionelle Investoren gefragt, an welchen Kennzahlen und Bewertungsmassstäben sie sich orientieren, und zeigt an Beispielen auf, was für Schlüsse sie daraus ziehen.

Andreas Kälin

08.01.2025, 22.47 Uhr

Zahlen lügen nicht? Manchmal müssen Anleger sehr genau hinschauen, um der Wahrheit auf die Spur zu kommen. Der Betrugsfall Wirecard bietet ein extremes Beispiel dafür: Der deutsche Zahlungsdienstleister hatte in seinen vom Wirtschaftsprüfer Ernst & Young abgesegneten Abschlüssen für die Jahre 2016 bis 2018 Gewinne von durchschnittlich 290 Mio. € ausgewiesen.

Auch der Cashflow aus betrieblicher und aus Investitionstätigkeit zeigte ein erfreuliches Bild. Es resultierte im genannten Zeitraum nach unternehmenseigener Definition ein freier Cashflow von durchschnittlich 305 Mio. €.

Die Wahrheit zeigte sich in diesem Fall im Cashflow aus Finanzierungstätigkeit. Wirecard hatte in drei Jahren Finanzverbindlichkeiten von fast 1,9 Mrd. € aufgenommen. «Das fanden wir verdächtig», sagt Peter Frech, Manager des Quantex Global Value Fund. Denn man habe sich gefragt, warum ein

profitables Unternehmen, das einen hohen freien Cashflow ausweise und zudem eine nur mickrige Dividende zahle, so viele Schulden aufnehmen müsse.

Wirecards Jahresabschluss für 2019 wollte Ernst & Young dann nicht mehr absegnen. Mitte 2020 musste die Gesellschaft, deren Aktien einst zu den Überfliegern an der deutschen Börse gehört hatten, Insolvenz anmelden.

## Erfolgs- versus Geldflussrechnung

Zwar ist Wirecard ein ungewöhnlicher Fall, in dem mit krimineller Energie gehandelt wurde. Doch ungeachtet dessen stellt sich für die Anleger die Frage, welche Kennzahlen ihnen am besten Auskunft über den Zustand eines Unternehmens geben und welche Verhältniszahlen für die Bewertung von Aktien besonders geeignet sind.

## Die Gliederung der Erfolgs- und der Geldflussrechnung

Stufen der Erfolgsrechnung	Gliederung der Geldflussrechnung
Umsatz	Geldfluss aus Geschäftstätigkeit
Betriebsergebnis	Geldfluss aus Investitionstätigkeit
Ergebnis vor Steuern (nach Finanzertrag und -aufwand)	Geldfluss aus Finanzierungstätigkeit
Jahresgewinn/-verlust	

Was für eine Aussagekraft hat etwa die Erfolgsrechnung eines Unternehmens? Beim Fondsanbieter Quantex widme man ihrer Analyse nicht mehr viel Zeit, sagt Frech. Denn die

Erfolgsrechnung sei mit vielen Annahmen belastet, unter anderem bezüglich der Abschreibungen oder der Rückstellungen. Angesichts dessen sei der ausgewiesene Jahresgewinn «eine unstete und manipulierbare Kennzahl».

Frech achtet vor allem auf die Geldflussrechnung. Für ihn ist der freie Cashflow, der sich aus dem betrieblichen Cashflow abzüglich Investitionen berechnet, die wichtigste Kennzahl. Er liefere «den klarsten Blick auf die Substanz, die ein Unternehmen zu generieren vermag».

## **Free-Cashflow-Rendite statt KGV**

Für einen Bewertungsvergleich nutzt der Value-Investor die Free-Cashflow-Rendite. Sie ergibt sich aus dem Verhältnis des freien Cashflows zur Börsenkapitalisierung oder zum Unternehmenswert (Enterprise Value, EV).

Das klassische, viel genutzte Bewertungsinstrument des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) hat für Frech Mängel. Er verweist auf die Unternehmen im Automobilssektor: Ihre Aktien sähen aufgrund des tiefen KGV oft sehr günstig aus. Der Haken daran: Die Gesellschaften seien zwar in der Lage, Gewinn auszuweisen. Aber sie würden nur selten freien Cashflow erwirtschaften, weil sie ständig hohe Investitionen vornehmen müssten, «um nur schon im Geschäft zu bleiben».

## Internationale Unternehmen mit starkem freiem Cashflow

Unternehmen	Währung	Kurs	Börsenwert, in Mio.	Umsatz, in Mio.*
Ambev	BRL	11,29	177'904	79'737
British American Tobacco	£	29,73	65'681	27'283
Booking Holdings	\$	4909,79	162'498	21'365
PayPal	\$	87,45	87'672	29'771
Visa	\$	313,04	631'481	35'926

Der Fondsanbieter Quantex ist auf der Suche nach Unternehmen, die wachsen können, ohne gross investieren zu müssen. Ein gutes Beispiel dafür ist Microsoft. Der Tech-Konzern kann dank dem Lizenzmodell für Software und Cloud-Dienste seinen Umsatz ohne zusätzlichen Investitionsaufwand steigern. Als Massstab für die Kapitalintensität eines Geschäfts dient dabei das Verhältnis zwischen den Investitionen (Capex) und dem betrieblichen Cashflow.

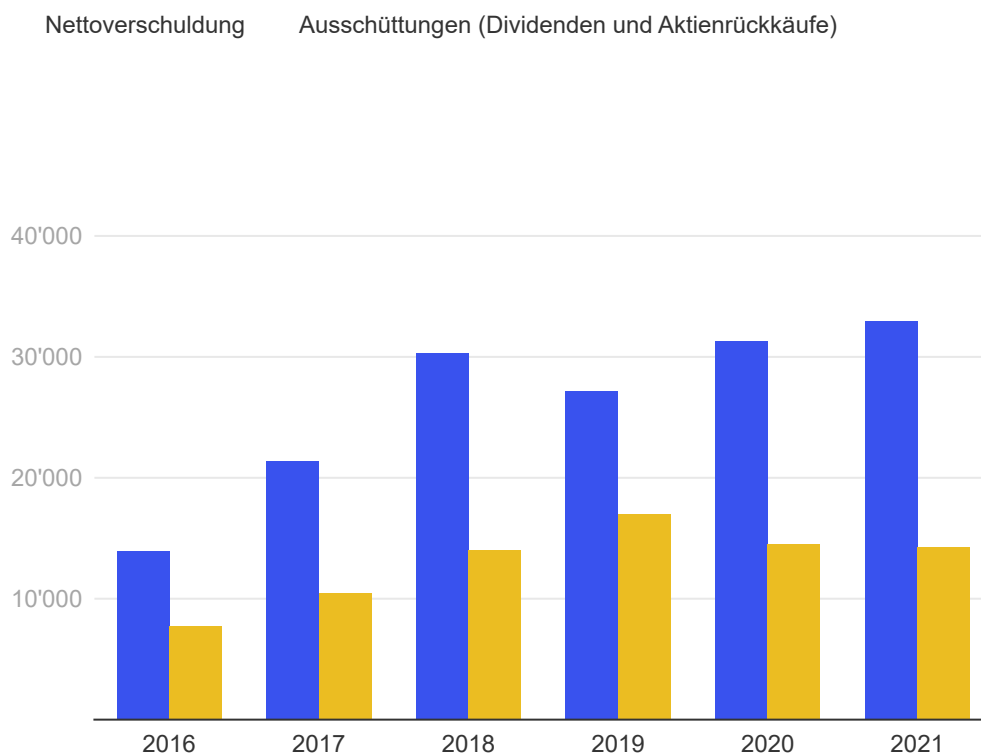
### Was die Finanzierungstätigkeit verrät

Bei Quantex hat man zudem, siehe Fall Wirecard, den Cashflow aus Finanzierungstätigkeit fest im Auge: Gefragt sind Gesellschaften, die nicht ständig Schulden aufnehmen müssen, sondern die erwirtschafteten Mittel via Dividende oder Aktienrückkäufe an die Aktionäre ausschütten und Schulden zurückzahlen. Das heisst, der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit sollte im Allgemeinen negativ ausfallen.

Der Nahrungsmittelriese Nestlé erfüllt diese Forderung, dennoch gibt er kein gutes Beispiel ab: Er leistet zwar hohe Ausschüttungen, aber zu einem grossen Teil finanziert er sie über neue Schulden. 2007 hatte er ein überraschend grosses Aktienrückkaufprogramm über 25 Mrd. Fr. lanciert und seither immer neue Programme aufgelegt, so auch im Juni 2017 als prompte Reaktion auf eine Forderung von US-Investor Daniel Loeb, als er Rückkäufe über 20 Mrd. Fr. ankündigte. In der Folge stieg die Nettoverschuldung von knapp 14 Mrd. Fr. Ende 2016 auf rund 50 Mrd. Fr.

## Nestlé hat sich für Ausschüttungen verschuldet

in Mio. Fr.



Grafik: themarket.ch • Quelle: Nestlé

Kein gutes Beispiel bieten auch Unternehmen, die einen freien Cashflow erzielen, die verfügbaren Mittel dann aber horten, statt sie auszuschütten. Dieses Verhalten sei häufig bei südkoreanischen oder japanischen Gesellschaften zu

beobachten, bemerkt Frech. Aus seiner Sicht spielen die Aktionäre in solchen Fällen die Rolle der «nützlichen Idioten», die investiert haben, aber nichts zurückerhalten.

## Hat der Buchwert ausgedient?

Wenig abgewinnen kann Frech dem Buchwert oder dem Eigenkapital je Aktie. Substanzwertinvestoren haben diese Kennzahl gerne zur Hand genommen und Anlageentscheide auch auf das Verhältnis des Aktienkurses zum Buchwert abgestützt. Gemäss dem Quantex-Fondsmanager haben Studien indes nachgewiesen, dass diese Bewertungsgrösse in der Aktienselektion seit etwa dem Jahr 2000 keine guten Ergebnisse mehr zeitigte.

Er verweist dazu auf Philip Morris: Der Tabakkonzern hat sogar ein negatives Eigenkapital, per Ende 2023 überstiegen seine Verbindlichkeiten die Vermögenswerte um mehr als 9 Mrd. \$. Doch er erzielt zuverlässig einen freien Cashflow von im Schnitt gegen 10 Mrd. \$ jährlich: Die Aktionäre erhalten Jahr für Jahr eine attraktive Dividende.

## Philip Morris (<https://themarket.ch/boerse/aktien/no-region/no-list/3754629-321-333>)

Weitere Marktdaten hier (<https://themarket.ch/boerse/aktien/no-region/no-list/3754629-321-333>)



## Auf der Suche nach den Compoundern

Auch für Paul Schibli, Senior Portfolio Manager bei Swiss Rock Asset Management, sind die Werte zum Cashflow und insbesondere der freie Cashflow von grosser Bedeutung. Für die Investoren komme es darauf an, wie viel letztlich für sie übrig bleibe.

Er setzt darum in den von ihm verwalteten Portfolios stark auf Compounder. Das sind Unternehmen, die über einen langen Zeitraum stetig Mehrwert für die Aktionäre schaffen. Typische Compounder seien Pharmakonzerne wie Roche. Auch der Aromen- und Riechstoffhersteller Givaudan, der Sanitärtechniker Geberit oder Tech-Gesellschaften wie in der Schweiz etwa Inficon oder VAT gehörten dazu.

## Compounder unter Schweizer Mid Caps

Unternehmen	Kurs, in Fr.	Börsenwert, in Mio. Fr.	ROIC Zehnjahreschnitt	WACC
Belimo	609	7'485	19,3%	12,5%
Ems-Chemie	621	14'525	25,8%	12,5%
Schindler	250	26'722	15,0%	12,5%
SGS	92	17'400	13,8%	12,5%
VAT Group	366	10'695	17,0%	12,5%

\* Rendite auf das investierte Kapital, \*\* Gewichteter durchschnittlicher Kapitalkostensatz, \*\*\* Economic Value Added, Mehrwert

Ihnen allen ist gemeinsam, dass sie eine konstant hohe Rendite auf das investierte Kapital (ROIC) oder das eingesetzte bzw. beschäftigte Kapital (ROCE) erzielen. Wichtig sei es, dass die Unternehmen ihre Kapitalkosten mehr als decken könnten, meint Schibli. Er nutzt dazu die Datenbank von Bloomberg, die den ROIC sowie den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz (WACC) der Gesellschaften über einen längeren Zeitraum wiedergibt.

Die Differenz zwischen ROIC und WACC ergibt den sogenannten Economic Value Added (EVA). Ist er negativ, vernichtet das Unternehmen Wert. Im positiven Fall schafft es Mehrwert für die Aktionäre, der für Ausschüttungen via Dividende oder Aktienrückkäufe sowie für Investitionen in organisches oder akquisitorisches Wachstum genutzt werden kann.

### ABB verbessert, Sika braucht Zeit

Portfoliomanager Schibli nennt ABB als ein gutes Beispiel dafür, wie sich ein Unternehmen über die Jahre verbessern kann. Der Elektrifizierungs- und Automationskonzern hat viele Geschäfte abgestossen. Auf diese Weise fokussiert er sich auf diejenigen Geschäftsfelder, die nun konstant Mehrwert zu schaffen vermögen. Im Aktienkurs von ABB spiegelt sich diese Verbesserung.

## ABB N (<https://themarket.ch/boerse/aktien/no-region/no-list/1222171-4-1>)

Weitere Marktdaten hier (<https://themarket.ch/boerse/aktien/no-region/no-list/1222171-4-1>)



Ein klassischer Compounder ist der Bauchemiekonzern Sika. Sein Management orientiert sich stark am ROCE und kommt in Gesprächen immer wieder darauf zu sprechen, merkt Schibli an. Mittelfristig wird ein ROCE von 20 bis 25% angestrebt.

2023 sank diese Renditekennzahl aber von 21,6 auf 16,3%. Zurückzuführen seien der Rückgang und die unvorteilhafte

Aktienkursentwicklung in den letzten zwei Jahren auf die im Mai 2023 abgeschlossene Übernahme von MBCC, dem früheren Bauchemiegeschäft von BASF, erläutert Schibli. Sika habe für diesen Zukauf «einen hohen Preis» bezahlt. Und je höher der Preis für eine Übernahme sei, umso mehr Synergien müssten daraus realisiert werden, damit sie sich bezahlt mache: «Das benötigt Zeit.»

## Vorsicht, sehr hohe Dividendenrendite

Ein anderer Fall ist für Schibli der Telecomspezialist Mobilezone: Er hat über die letzten zehn Jahre für seine Akquisitionsstrategie in Deutschland insgesamt 214 Mio. Fr. investiert. Vor allem im deutschen Markt schwächelt er aber, auch aufgrund aggressiver Konkurrenzangebote. Mitte Dezember schockte er die Aktionäre mit einer Gewinnwarnung: Der Betriebsgewinn Ebit soll 2024 statt mindestens 68 Mio. Fr. bereinigt nur noch 52 bis 57 Mio. Fr. erreichen.

Die Dividende will Mobilezone dennoch bei 0.90 Fr. je Aktie halten, womit sich derzeit eine sehr hohe Rendite von über 8% ergibt. Allerdings müsste dafür die Ausschüttungsquote wohl auf 100% steigen. Schibli sieht darum in einer sehr hohen Dividendenrendite auch «ein Warnsignal, dass etwas nicht stimmt». Und wenn die Dividende früher oder später gekürzt werden müsse, weil sie nicht nachhaltig sei, falle auch die Rendite plötzlich viel tiefer aus.

## Shiller-KGV: das richtige Mass für Zykliker

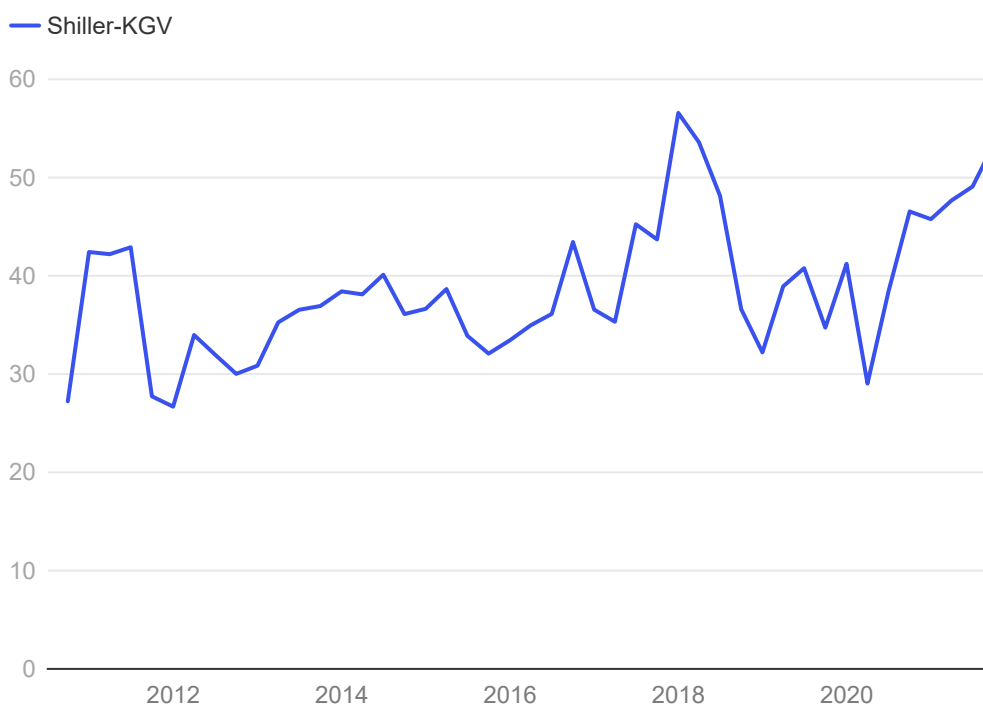
Marc Possa ist mit dem von ihm geführten Fonds SaraSelect stark in zyklische Werte investiert. Naturgemäss unterliegt der Gewinn solcher Gesellschaften starken Schwankungen. Für sie

eignet sich das übliche Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) nur beschränkt als Bewertungsmaßstab: «In Zyklischer sollte man eigentlich investieren, wenn sie teuer aussehen», sagt Possa.

Zur Hand nimmt er das Shiller-KGV, das auf den Nobelpreisträger Robert J. Shiller zurückgeht und beim Unternehmensgewinn den Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre zugrunde legt, um stark schwankende oder zufällige Gewinne zu glätten. Das Prinzip dahinter lässt sich bei Lem gut darstellen.

Der Westschweizer Elektrokomponentenhersteller hat in der ersten Hälfte dieses Geschäftsjahres, das im März endet, einen Umsatzrückgang um fast 30% erlitten. Darin spiegeln sich laut Possa auch Vor- und Nachholeffekte etwa infolge der Covid-Pandemie. Die Frage lautet, ob die Lem-Aktien jetzt teuer seien oder nicht.

## Lem-Aktien sind günstig gemessen am Shiller-KGV



Das KGV von rund 50 auf Basis des Gewinns, der für das laufende Geschäftsjahr geschätzt wird, signalisiert eine sehr hohe Bewertung. Gemessen am glättenden Shiller-KGV, das gut 16 betrage, seien die Aktien dagegen günstig, meint Possa. Das gelte unter der Bedingung, dass das Unternehmen seine technologisch führende Position wahren könne. Verändere sich der Markt durch eine disruptive Innovation, könne das vergangenheitsbezogene Shiller-KGV nicht mehr zurate gezogen werden.

## **Auf allen Stufen prüfen**

Generell empfiehlt der Anlageprofi, gegenüber der Erfolgsrechnung von Unternehmen Skepsis walten zu lassen: «Auf allen Stufen bis hinunter zum Gewinn kann man die Kennzahlen beeinflussen.» Das fange bereits beim Umsatz an.

Der Zughersteller Stadler Rail etwa erfasst den Umsatz grundsätzlich erst nach Auslieferung einer Einheit, bei der Schlüsselübergabe. Das ist eine konservative Buchungspraxis. Doch es gibt Situationen, in denen er den Umsatz erfasst, bevor Anspruch auf Rechnungsstellung besteht und Geld fließt. Dass Stadler diese Ausnahmeregelung zeitweise kräftig in Anspruch nahm, hat manche Beobachter irritiert.

## Stadler Rail N (<https://themarket.ch/boerse/aktien/no-region/no-list/217818-4-1>)

Weitere Marktdaten hier (<https://themarket.ch/boerse/aktien/no-region/no-list/217818-4-1>)



### Die Frage des Rechnungslegungsstandards

Renditekennzahlen wie der ROIC oder der ROCE seien ebenfalls skeptisch zu prüfen, sagt Possa. Die Anleger müssten sich dabei bewusst sein, welche Rechnungslegungsstandards die Unternehmen anwenden, ob IFRS, Swiss GAAP FER oder US-GAAP. Sie hätten alle ihre Eigenheiten.

So erlaubt Swiss GAAP FER, den für Übernahmen bezahlten Goodwill direkt mit dem Eigenkapital zu verrechnen. Das führt dazu, dass sich das investierte oder eingesetzte Kapital verringert und die Rendite darauf dementsprechend höher ausfällt.

Georg Fischer und Dätwyler gehören zu den Nutzniessern dieser Regelung. Beide Industrieunternehmen haben in jüngerer Zeit bedeutende und kostspielige Übernahmen durchgeführt und würden ohne die Goodwill-Verrechnung mit dem Eigenkapital eine «deutlich tiefere Kapitalrendite ausweisen», resümiert Fondsmanager Possa.

## Ein Aussenseiter

In der Diskussion über geeignete Kennzahlen für die Unternehmens- und die Aktienanalyse sieht sich ein Vermögensverwalter, der anonym bleiben will, als Aussenseiter. Auch für ihn ist der freie Cashflow zwar die ehrlichste Grösse. Aber er nimmt für seine Anlageentscheide weiterhin auch den Buchwert respektive das Eigenkapital zu Hilfe.

Für einen Bewertungsvergleich wird dabei üblicherweise der Aktienkurs durch den Buchwert je Titel geteilt (Kurs-Buchwert-Verhältnis, KBV). Der bekannte Substanzwertinvestor bezieht zusätzlich dazu noch eine Gewinngrösse ein, die Eigenkapitalrendite, die den Jahresgewinn des Unternehmens in Prozent des Eigenkapitals wiedergibt.

## Der Kehrwert des KGV

In seiner erweiterten Formel wird die Eigenkapitalrendite durch das KBV geteilt. Daraus resultiert das reziproke Kurs-Gewinn-Verhältnis, das als Gewinnrendite bezeichnet wird.

Der Effekt lässt sich an zwei gegensätzlichen Beispielen demonstrieren. Der Sanitärtechniker Geberit wies zuletzt eine Eigenkapitalrendite von 46,7% aus. Dieser sehr hohe Wert wird

jedoch relativiert, wenn man ihn ins Verhältnis zum ebenfalls sehr hohen KBV von 14,5 setzt: Dann resultiert in der Kalkulation des Value-Investors noch eine Gewinnrendite von 3,2%, was für ihn «nicht spannend» ist.

Das Gegenbeispiel ist Meier Tobler, als Gebäudetechniker in einem ähnlichen Geschäft wie Geberit tätig. Die kleinere Gesellschaft hat zuletzt zwar eine deutlich geringere Eigenkapitalrendite von 15,7% erwirtschaftet. Aber im Verhältnis zum günstigeren KBV von 2 resultiert eine mehr als doppelt so hohe Gewinnrendite von 7,9%.

## Aussenseiter-Tipps mit guten Gewinnrenditen

Unternehmen	Kurs, in Fr.	Marktwert, in Mio. Fr.	Eigenkapitalrendite*
BKW	159,20	8'406	10,4%
Forbo	776,00	1'152	18,5%
Jungfraubahn	185,50	1'084	12,1%
Meier Tobler	29,15	338	15,7%
Vaudoise Versicherungen	499,00	1'497	5,7%

## Schönwetterstrategie der Versicherer

Der Value-Investor achtet auch auf die Dividendenrendite. Nach seiner Beobachtung geniessen diejenigen Unternehmen an der Börse einen Bonus, die zuverlässig eine hohe Ausschüttungen leisten.

Auch er warnt aber, dass die Dividendenrendite ein tückisches Instrument sein kann. Als Beispiel dafür dienen ihm die Schweizer Versicherungen. Auf Basis der letztbezahlten Dividende liefern Zurich Insurance, Swiss Re, Swiss Life und Baloise allesamt eine Rendite von mindestens 4,6%, Helvetia rangiert mit 4% etwas dahinter.

Aus Sicht des Value-Investors fahren diese Versicherer aber «zusehends eine Schönwetterstrategie». Sie seien alle schmalbrüstig unterwegs. Trotz steigenden Prämieinnahmen sinke bei ihnen das Eigenkapital. Es knapp zu halten, sei notabene «der einfachste Weg, wie von den Investoren verlangt eine hohe Eigenkapitalrendite auszuweisen».

## Ein (zu) einfacher Weg

So habe Zurich Insurance als höchstkapitalisierte Schweizer Versicherung im Jahr 2023 ein mageres Eigenkapital von 7,3% der Bilanzsumme gehalten; darauf konnte sie eine hohe Rendite von gegen 18% erzielen. Eine rühmliche Ausnahme hinsichtlich der Bilanzkraft ist die kleinere Vaudoise: Sie verfügt über eine hohe Eigenkapitalquote von 26,8%, als Folge davon ist die Eigenkapitalrendite mit 5,7% deutlich bescheidener ausgefallen.

Anhand der erwähnten Formel, die die Eigenkapitalrendite durch das KBV teilt, erbrachte Vaudoise mit 9,5% allerdings eine bessere (Gewinn-)Rendite als Zurich Insurance mit knapp 5%.

## Die am Ende ehrlichste Kennzahl

Welche Kennzahlen die Profis verwenden, hängt auch vom Anlagestil ab. Der Gewinn als Resultat der Erfolgsrechnung

wird weiter eine bedeutende Rolle spielen, da er in viel genutzte Bewertungsmaßstäbe wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis oder das Shiller-KGV einfließt.

Auch The Market hält diese Kennzahl aber oft für unzureichend, da sie wie erwähnt von vielen Annahmen beeinflusst wird. Zudem stellt der Markt vor allem auf den sogenannten um Einmaleffekte bereinigten Gewinn ab – doch was heisst einmalig? Sind etwa Restrukturierungen in einem gewissen Ausmass nicht Teil der normalen, wiederkehrenden Geschäftstätigkeit?

Die ehrlichste Kennzahl ist gewiss, wie die Anlageprofis betonen, der freie Cashflow. Er muss allerdings geglättet werden, etwa um Schwankungen bei den Investitionen auszugleichen. In jedem Fall lohnt es sich für Investoren, die Geldflussrechnung der Unternehmen genau unter die Lupe zu nehmen – bis hinunter zur Finanzierungstätigkeit, wie der Betrugsfall Wirecard gezeigt hat.



### THE BIG PICTURE

## Wie identifiziert man exzellente Unternehmen?

Die besten Unternehmen sind in der Lage, hohe Kapitalrenditen zu erzielen und ihren erwirtschafteten Cashflow profitabel in das Wachstum des eigenen Geschäfts zu investieren. Diese zu identifizieren, gilt als der heilige Gral der Aktienselektion.

Mark Dittli ✉ 01.03.2024



### ANALYSE

## Bewertungsübersicht: Auf der Suche nach günstigen Branchen

Wenn nicht noch etwas Dramatisches passiert, geht 2024 als ein ungemein erfreuliches Aktienjahr in die Geschichte ein. The Market zeigt, wie sich das in den Bewertungen der Aktiensektoren und Industrien niederschlägt.

Sandro Rosa ✉ 10.12.2024





## INTERVIEW

### «Nestlé ist immer noch absurd teuer»

Peter Frech und Livio Arpagaus, Manager des Quantex Global Value Fund, lassen sich vom Hype um die künstliche Intelligenz nicht anstecken. Sie machen einen Bogen um Technologieaktien und bevorzugen vermeintlich langweilige Titel wie eBay, Roche und Unilever.

Sandro Rosa ✉ 25.02.2024



Copyright © The Market Media AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von The Market Media AG ist nicht gestattet.