

Wm. Wrigley Jr. Company  
WKN 852913  
ISIN US9825261053

Datum: 10.02.2005  
Analyst: Dipl. Kfm. Stefan Faber

## INHALTSVERZEICHNIS

<b>(1) DIE WM. WRIGLEY JR. COMPANY .....</b>	<b>3</b>
<b>(2) DER UNTERNEHMENSWERT .....</b>	<b>6</b>
<b>(3) DER INNERE WERT DES UNTERNEHMENS .....</b>	<b>7</b>
(A) INNERER WERT VERSUS STAATSANLEIHEN .....	7
(B) INNERER WERT NACH BENJAMIN GRAHAM .....	8
<b>(4) DIE AKTIE DES UNTERNEHMENS .....</b>	<b>9</b>
(A) DIE AKTIENKATEGORIE .....	9
(B) ENTWICKLUNG DER EMITTIERTEN AKTIEN .....	10
(C) ENTWICKLUNG DES AKTIENKURSES .....	10
<b>(5) DAS WACHSTUM DES UNTERNEHMENS .....</b>	<b>11</b>
(A) UMSATZWACHSTUM .....	11
(B) GEWINNWACHSTUM .....	11
(C) WACHSTUM DER VERMÖGENSWERTE .....	11
(D) WACHSTUM DES EIGENKAPITALS .....	12
<b>(6) DIE FINANZKRAFT DES UNTERNEHMENS .....</b>	<b>12</b>
<b>(7) DIE FINANZIERUNGSRELATIONEN .....</b>	<b>13</b>
(A) LIQUIDITÄT ERSTEN GRADES .....	14
(B) LIQUIDITÄT ZWEITEN GRADES .....	14
(C) LANGFRISTIGE VERBINDLICHKEITEN VERSUS WORKING CAPITAL .....	15
<b>(8) DIE RENTABILITÄT DES UNTERNEHMENS .....</b>	<b>15</b>
(A) GESAMTKAPITALRENTABILITÄT (ROI) .....	15
(B) EIGENKAPITALRENTABILITÄT (ROE) .....	16
(C) OPERATIVE MARGE .....	17
(D) BETRIEBSRENDITE (EBT-MARGE) .....	18

(E)	UMSATZRENDITE (GEWINNQUOTE) .....	19
<b>(9)</b>	<b>DIE KENNZAHLEN JE AKTIE.....</b>	<b>20</b>
(A)	UMSATZ JE AKTIE .....	20
(B)	GEWINN JE AKTIE .....	20
(C)	DIVIDENDE JE AKTIE.....	21
(D)	CASHFLOW JE AKTIE.....	21
(E)	BUCHWERT JE AKTIE .....	22
(F)	WORKING CAPITAL JE AKTIE.....	23
(G)	UMLAUFVERMÖGENSÜBERSCHUSS JE AKTIE .....	24
<b>(10)</b>	<b>DIE BEWERTUNG DES UNTERNEHMENS .....</b>	<b>24</b>
(A)	EIGENKAPITALQUOTE ZUM BÖRSENKURSWERT .....	25
(B)	KURS-GEWINNVERHÄLTNIS (KGV) .....	25
(C)	KGV VERSUS WACHSTUMSRATE DER GEWINNE .....	26
(D)	KGV NACH BENJAMIN GRAHAM .....	27
(E)	GEWINNRENDITE (GKV) .....	27
(F)	DIVIDENDENRENDITE.....	28
(G)	DIVIDENDENRENDITE UND GEWINNWACHSTUM .....	29
(H)	KURS-/ UMSATZVERHÄLTNIS (KUV) .....	29
(I)	KURS-/ BUCHWERTVERHÄLTNIS (KBV).....	30
(J)	KGV UND BUCHWERTMULTIPLIKATOR .....	31
(K)	KURS-/ CASHFLOWVERHÄLTNIS (KCV).....	31
<b>(11)</b>	<b>ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE .....</b>	<b>32</b>

## (1) DIE WM. WRIGLEY JR. COMPANY

Die **Wm. Wrigley Jr. Company** aus Chicago (Illinois, USA) verkauft weltweit in über 180 Ländern mit Produktionsstätten auf fünf Kontinenten Kaugummiprodukte und andere Süßwarenartikel. Insgesamt arbeiten fast 15.000 Mitarbeiter an der Entwicklung, der Produktion, der Vermarktung und dem Vertrieb der Produkte und sorgen dafür, dass tagtäglich Millionen Menschen in den Genuss von Süßwaren aus dem Hause **Wrigley** kommen.

Das Unternehmen wurde bereits im Jahr 1891 gegründet und wird heute immer noch von der Familie des Unternehmens – nunmehr in vierter Generation – geleitet. Im Jahr 1923 wurde das Unternehmen erfolgreich an die New York Stock Exchange (NYSE) gebracht (IPO). Die ersten Produkte der Firma waren, die jetzt weltweit bekannten Marken, „Juicy Fruit“ und „Wrigley`s Spearmint“ (Siehe auch weiter unten). Jedermann kennt auch die anderen Produkte der Gesellschaft, da sie praktisch an jeder Ecke erhältlich sind.

Die wichtigsten Kennzahlen des aktuell abgelaufenen Geschäftsjahres 2004 waren unter anderem:<sup>1</sup>

▪ Konzernumsatz:	3.649 Mio. \$	(3.069)
▪ Bruttogewinn:	2.039 Mio. \$	(1.752)
▪ Operativer Gewinn:	720 Mio. \$	(649)
▪ Gewinn vor Steuern (EBT):	720 Mio. \$	(652)
▪ Gewinn nach Steuern:	493 Mio. \$	(446)
▪ Investitionen:	220 Mio. \$	(220)
▪ Abschreibungen:	142 Mio. \$	(120)
▪ Gewinn je Aktie:	2,19 \$	(1,98)
▪ Dividende je Aktie:	0,925 \$	(0,865)
▪ Anzahl der Aktien:	224,637 Mio. Stück	(224,963)
▪ Schlusskurs der Aktie:	69,19 \$	(56,21)
▪ Durchschnittskurs der Aktie:	62,48 \$	(54,98)
▪ <b>Aktueller Aktienkurs vom 09.02.2005:</b>	<b>68,88 \$</b>	
▪ Mitarbeiter:	14,800	(12.000)

Im Geschäftssegment „Kaugummiprodukte“ ist das Chicagoer Unternehmen der mit Abstand weltweit größte Hersteller vor der englischen **Cadbury Schweppes PLC** (*Lesen Sie hierzu auch die entsprechende Unternehmensanalyse auf [www.Value-Stock.de](http://www.Value-Stock.de)*). Im Segment der „Süß-

<sup>1</sup> Das Geschäftsjahr 2004 endete genau am 31. Dezember 2004. In Klammern werden die Vergleichszahlen des Vorjahres dargestellt.

waren“ immerhin ein Marktführer. Dieser Bereich wurde 2003 durch die Übernahme der spanischen **Joyco Group** (Marken: Boomer, Pim Pom, Solano) gestärkt. Mit dieser Übernahme erweiterte man die Produktpalette und stärkte seine Position in China und Indien.

Bekannte Marken des Unternehmens sind zum Beispiel:

➡ *Wrigley's Spearmint, Doublemint, Juicy Fruit, Big Red, Freedent, Orbit, Surpass, Extra, Airwaves, Hubba Bubba, Eclipse*

Die **Wm. Wrigley Jr. Company** hat Produktionsstätten in 12 verschiedenen Ländern und ist in 34 Ländern mit Niederlassungen präsent.

Geographisch gliedert der Konzern sein Geschäft in 4 Regionen:

- Die Region „Amerika“ besteht aus den USA, Kanada sowie Lateinamerika. Ungefähr 38 % des gesamten Umsatzes wird in diesem Absatzgebiet erzielt.
- Die Region „EMEA“ beinhaltet Europa, den Mittleren Osten, Afrika sowie Indien. Es entfallen ungefähr 47 % des gesamten Umsatzes auf diese Region.
- Die Region „Asien“ ist die am schnellsten wachsende Region. Insgesamt entfallen zurzeit ungefähr 11 % des gesamten Umsatzes auf dieses Absatzgebiet.
- Die Region „Pazifik“ beinhaltet hauptsächlich Australien und Neuseeland. Ca. 4 % des gesamten Umsatzes wird in dieser Region erzielt.

#### **(KURZFRISTIGER) AUSBLICK:**

In den kommenden Jahren will **Wrigley** weiter wachsen und seine Entwicklung hin zu einem breit aufgestellten Süßwarenhersteller fortsetzen. Neben der Expansion in neue Segmente wird auf den Ausbau des Kerngeschäfts weiter großen Wert gelegt. Dies geschieht zum Beispiel mit der Neupositionierung von „Juicy Fruit“ als fruchtig-frische Marke für Teenager. Den über hundert Jahre alten Klassiker gibt es im neuen Design und mit verbessertem Geschmack. Zeitgleich soll mit „Juicy Fruit Strappleberry“ erstmals auch in Deutschland ein Dragee-Kaugummi im Bereich der klassischen Marken „Wrigley's Spearmint“, „Wrigley's Doublemint“ und „Juicy Fruit“ eingeführt werden. Als dritte Wachstums säule fungieren Akquisitionen im Süßwarenbereich. Im April 2003 wurde bereits der Kauf des spanischen Süßwarenherstellers **Joyco Group** erfolgreich abgeschlossen (Siehe oben). Im November 2004 hat man dann den Erwerb mehrerer Süßwarenmarken und Produktionsstätten von der **Kraft Foods, Inc.** vereinbart. Diese Transaktion soll voraussichtlich Mitte

2005 abgeschlossen sein. Hierbei handelt es sich insbesondere um die in Nordamerika bekannten Markennikonen „Life Savers“ und „Altoids“ als auch einer Reihe qualitativ hochwertiger lokaler oder regionaler Marken sowie Fertigungsstätten in den Vereinigten Staaten und in Europa. Besonders diese jüngste Akquisition soll **Wrigley** zu einer zusätzlichen Vielfalt in den Schlüsselkategorien Pfefferminzpastillen und Hart- und Kaubonbons verhelfen und das Sortiment weltweit erweitern. Auch die Steigerung der Effizienz in der gesamten Lieferkette für Süßwaren strebt das Unternehmen damit an.

### **(KLEINE) UNTERNEHMENSGESCHICHTE:**

Die Erfolgsgeschichte des Unternehmens beginnt 1891 in Chicago und ist ein Paradebeispiel des „Amerikanischen Traums“. **William Wrigley Jr.**, ein junger, aufstrebender Kaufmann, macht sich selbstständig und gründet die **Wm. Wrigley Jr. Company**. Wie schon sein Vater verkauft er zunächst Seife, beschließt jedoch, seinen Kunden als zusätzlichen Kaufanreiz eine Warenzugabe in Form von Backpulver anzubieten. Seine Vertriebsstrategie trägt unerwartete Früchte, seine Kunden kaufen die Seife hauptsächlich wegen der Warenzugabe. **William Wrigley Jr.** wechselt ins Backpulvergeschäft, hält aber an seinem innovativen Vertriebskonzept fest und legt seiner Ware nun jeweils zwei Päckchen Kaugummi bei. Als der Jungunternehmer merkt, dass die Warenzugabe erneut beim Kunden besser ankommt als das eigentliche Produkt, widmet er sich endgültig dem Kaugummigeschäft. Schon im Jahr 1910 gründet das Unternehmen die ersten Produktionsstätten außerhalb der USA – zuerst in Kanada, 1915 folgt Australien, 1927 Großbritannien, 1939 Neuseeland. Seit 1919 firmiert die **Wm. Wrigley Jr. Company** als Aktiengesellschaft, deren Anteile 1923 erstmals an der Börse (IPO) gehandelt werden. Der Konzern ist mittlerweile in der vierten Generation in Familienhand. Die **William Wrigley Jr. Company** wird heute von **William Wrigley Jr.**, dem Urenkel des Gründers, geleitet. Er übernahm das Geschäft 1999 von seinem Vater, der selbst 38 Jahre an der Spitze des Unternehmens stand.

Wir empfehlen allen potentiellen Investoren den aktuellen Geschäftsbericht des Unternehmens genau zu studieren, um das Unternehmen noch besser kennen zu lernen. Weitere Informationen finden sich zudem auf der Homepage des Unternehmens mit der nachfolgenden Web-Adresse:

➡ <http://www.wrigley.com>

Das Ziel dieser Analyse ist ausschließlich eine Untersuchung der fundamentalen Daten des Unternehmens:

- Zunächst wollen wir herauszufinden, ob der Konzern zurzeit mit einem spürbaren Abschlag zu seinem inneren Wert gehandelt wird (Punkte (2), (3) und (10) dieser Analyse). Für einen Kauf kommen nur Aktien in Frage, die unter ihrem inneren Wert notieren. Je größer der Wertabschlag, desto besser für den Investor. Unsere Hauptintention ist schließlich die „vernünftige Kapitalanlage“ und nicht die „Spekulation“.
- Darüber hinaus wollen wir in einem zweiten Schritt (Punkte (4) bis (9) dieser Analyse) aber auch etwas über die Qualität des Unternehmens erfahren. Hier geht es vor allem darum festzustellen, ob sich das Unternehmen überhaupt für einen „konservativen“ respektive „defensiven“ Wertinvestor eignet oder ob es generell als „spekulativ“ einzuordnen ist. Spekulative Unternehmen sollten prinzipiell gemieden werden. Ist das spekulative Unternehmen deutlich unterbewertet, sollte man - bei einem Engagement - aus Sicherheitsgründen nicht mehr als fünf Prozent seines gesamten Anlagevermögens in diese Gesellschaft investieren.

## (2) DER UNTERNEHMENSWERT

Die erste Frage, die man sich immer stellen sollte, lautet: „*Wie viel ist das Unternehmen gegenwärtig und wie viel war es in den letzten Jahren an der Börse wert?*“ Über den sich daraus ergebenden antizyklischen Indikator „**Historische Entwicklung der Marktkapitalisierung**“ erhalten wir einen ersten Hinweis darauf, ob die Aktie momentan eher günstig oder ungünstig bewertet ist.

Für die **Wm. Wrigley Jr. Company** erhalten wir das nachstehende Resultat:

- |                                      |                       |
|--------------------------------------|-----------------------|
| ▪ Aktuelle Anzahl an Aktien:         | 224,637 Mio. Stück    |
| ▪ Aktueller Aktienkurs:              | 68,88 \$              |
| ▪ <b>Aktueller Unternehmenswert:</b> | <b>15.473 Mio. \$</b> |

Die folgende Tabelle zeigt uns die Entwicklung der Marktkapitalisierung:

Marktkapitalisierung in Mio. USD <sup>2</sup>					
2004	2003	2002	2001	2000	1999
14.035	12.368	11.608	10.844	8.884	9.681

Kauft man die Aktie zum jetzigen Zeitpunkt, so erwirbt man das Wertpapier – mit großem Abstand – zu historischen Höchstwerten. Die Wahrscheinlichkeit eine überdurchschnittliche Kursrendite in den nächsten Jahren zu erzielen, ist damit – allein unter diesem Gesichtspunkt – als „sehr gering“ einzuschätzen.

### (3) DER INNERE WERT DES UNTERNEHMENS

Wir weisen nochmals darauf hin: *„Wer erfolgreich investieren möchte, muss Aktien kaufen, wenn sie an der Börse mit einem spürbaren Abschlag zum zugrunde liegenden Unternehmenswert gehandelt werden.“*

Nachdem wir also den aktuellen Unternehmenswert ermittelt haben, müssen wir nunmehr den inneren Wert des Unternehmens bestimmen, um einen adäquaten Vergleich anstellen zu können. Die nun nachfolgenden Berechnungen unter (3A) und (3B) geben uns erste grobe Anhaltspunkte bei der Bestimmung des inneren Wertes der Aktie. Der Anleger sollte jedoch unbedingt berücksichtigen, dass der wirkliche Wert des Wertpapiers von den Ergebnissen unter (3A) und (3B) abweichen kann. Diese Abweichungen können manchmal sogar erheblich sein. Deswegen sind auch die Resultate unter Punkt (10) dieser Analyse unbedingt zu beachten. Alle diese Prüfungen zusammen liefern schließlich ein Gesamtbild hinsichtlich einer potentiellen Über- oder Unterbewertung der Aktie.

#### (A) INNERER WERT VERSUS STAATSANLEIHEN

Der innere Wert der **Wm. Wrigley-Aktie** - im Vergleich zu Staatsanleihen - wird ermittelt, indem man den aktuellen Gewinn je Aktie durch die gegenwärtig zu erzielende zehnjährige Staatsanleihenrendite dividiert.

**ACHTUNG:** Besonders interessant sind hierbei - für den konservativen oder defensiven Anleger - Aktien mit Unterbewertungen von mehr als 50

<sup>2</sup> Basis: Durchschnittskurse eines jeweiligen Geschäftsjahres.

Prozent, um eine ausreichend große Sicherheitsmarge einhalten zu können.

Wir erhalten hier nachstehendes Resultat:

▪ Aktueller Gewinn je Aktie:	2,19 \$
▪ Aktuelle zehnjährige Staatsanleihenrendite:	4,02 %
▪ <b>Wert der Aktie im Vergleich zu Staatsanleihen:</b>	<b>54,48 \$</b>
▪ Aktueller Aktienkurs:	68,88 \$

Der innere Wert der Aktie – gemessen an der Rendite auf zehnjährige Staatsanleihen der Vereinigten Staaten von Amerika – beträgt zurzeit 54,48 USD. Im Vergleich dazu, ist das Papier somit 20,9 Prozent (!) überbewertet.

## **(B) INNERER WERT NACH BENJAMIN GRAHAM**

Benjamin Graham hat eine Formel entwickelt, um den inneren Wert einer Aktie aus den Gewinnen eines Unternehmens durch einen Vergleich mit der Rendite erstklassiger Anleihen zu berechnen und dabei gleichzeitig das zukünftige Wachstum miteinzubeziehen:

$$\blacktriangleright \text{Innerer Wert einer Aktie} = G(2w + 8,5) \times 4,4/r$$

In dieser Formel steht **G** für die Unternehmensgewinne je Aktie, **w** für die erwartete Wachstumsrate der Gewinne und **r** für die Rendite der Anleihen bester Bonität.

**ACHTUNG:** Besonders attraktiv sind hierbei - für den konservativen oder defensiven Anleger - Aktien mit Unterbewertungen von mehr als 75 Prozent, um auch hier eine ausreichend große Sicherheitsmarge einhalten zu können.

Die nachfolgenden Werte werden bei der Berechnung des inneren Wertes der Aktie angesetzt:

<b>G:</b>	2,19 \$	Aktueller Gewinn je Aktie
<b>w:</b>	8,00 %	Durchschnittlich zu erwartende Wachstumsrate der Gewinne je Aktie in den darauf folgenden 10 Jahren
<b>r:</b>	4,02 %	Aktuelle Rendite zehnjähriger Staatsanleihen

Wir erhalten das nachfolgende Ergebnis für den inneren Wert der Aktie nach der Benjamin Graham-Formel:

▪ <b>Innerer Wert nach Benjamin Graham:</b>	<b>58,73 \$</b>
▪ Aktueller Aktienkurs:	68,88 \$

Die Aktie hat nach der Formel von Benjamin Graham einen inneren Wert von 58,73 USD. Demnach liegt auch hier eine Überbewertung von immerhin 14,7 Prozent (!) vor.

## **(4) DIE AKTIE DES UNTERNEHMENS**

Untersucht werden hier Aktienkategorie, Aktienumlauf und die Entwicklung des Aktienkurses:

### **(A) DIE AKTIENKATEGORIE**

Bei der **Wm. Wrigley Jr. Company** handelt es sich um ein stetiges Wachstumsunternehmen (Siehe auch nachfolgend unter Punkt (5) dieser Analyse).

Es gibt grundsätzlich sechs verschiedene Aktienkategorien, die alle nützlichen Unterscheidungsmerkmale abdecken und die ein „konservativer“ oder „defensiver“ Wertinvestor unbedingt berücksichtigen sollte:

<b>(1)</b> Substanzstarke Aktien	geringer Risikograd
<b>(2)</b> Wachstumsschwache Aktien	geringer Risikograd
<b>(3)</b> Stetig wachsende Aktien	sehr geringer Risikograd
<b>(4)</b> Wachstumsstarke Aktien	hoher Risikograd
<b>(5)</b> Zyklische Aktien	hoher Risikograd
<b>(6)</b> Turnaroundaktien	sehr hoher Risikograd

Als „konservative“ respektive „defensive“ Papiere gelten die „wachstumsschwachen“, die „stetig wachsenden“ und die „substanzstarken“ Aktien, während die „wachstumsstarken“, die „zyklischen“ und die „Turnaround-Aktien“ immer als spekulativ einzuordnen sind.

## (B) ENTWICKLUNG DER EMITTIERTEN AKTIEN

Aktien in Mio. Stück – durchschnittlich ausstehend	
2004	1999
224,637 Mio. Stück	231,722 Mio. Stück
Aktienzunahme/-abnahme	-7,085 Mio. Stück
Absolutes Wachstum	-3,06 %
Durchschnittliches Wachstum pro Jahr	-0,62 %

## (C) ENTWICKLUNG DES AKTIENKURSES

Aktienkursentwicklung in USD <sup>3</sup>						
	2004	2003	2002	2001	2000	1999
<b>HK</b>	69,73	58,90	58,90	53,30	48,31	50,31
<b>TK</b>	55,23	51,05	44,21	42,94	29,94	33,25
<b>DK</b>	62,48	54,98	51,56	48,12	39,13	41,78
<b>SK</b>	69,19	56,21	54,88	51,37	47,91	41,47

**WARNUNG:** Wie man aus der obigen Tabelle gut ableiten kann, fällt die langfristige Rendite in der Regel niedrig (oder sogar negativ) aus, wenn man einfach zu viel für das Unternehmen bezahlt. Mit anderen Worten: Ihr Einstandskurs bestimmt Ihre Rendite!

<sup>3</sup> Höchst-, Tiefst-, Durchschnitts- und Schlusskurse eines jeweiligen Geschäftsjahres.

## (5) DAS WACHSTUM DES UNTERNEHMENS

Die Wm. Wrigley Jr. Company weist das nachfolgende Wachstum auf:

### (A) UMSATZWACHSTUM

Umsatz in Mio. USD <sup>4</sup>	
2004	1999
3.649 Mio. USD	2.045 Mio. USD
Umsatzanstieg/-rückgang	1.604 Mio. USD
Absolutes Wachstum	78,4 %
Durchschnittliches Wachstum pro Jahr	12,3 %

### (B) GEWINNWACHSTUM

Gewinn nach Steuern in Mio. USD <sup>5</sup>					
2004	2003	2002	2001	2000	1999
493	446	402	363	329	308
Durchschnittlicher Gewinn 2004 bis 2002			447 Mio. USD		
Durchschnittlicher Gewinn 2001 bis 1999			333 Mio. USD		
Gewinnanstieg/-rückgang			114 Mio. USD		
Absolutes Wachstum			34,2 %		
Durchschnittliches Wachstum pro Jahr			10,3 %		
Berechnungszeitraum			3 Jahre		

### (C) WACHSTUM DER VERMÖGENSWERTE

Vermögenswerte in Mio. USD	
2004	1999

<sup>4</sup> Siehe auch unter Punkt 9 (A) dieser Analyse.

<sup>5</sup> Siehe auch unter Punkt 9 (B) dieser Analyse.

<b>Vermögenswerte in Mio. USD</b>	
<b>2004</b>	<b>1999</b>
<b>3.167 Mio. USD</b>	<b>1.548 Mio. USD</b>
<b>Anstieg/Rückgang der Vermögenswerte</b>	<b>1.619 Mio. USD</b>
<b>Absolutes Wachstum</b>	<b>104,6 %</b>
<b>Durchschnittliches Wachstum pro Jahr</b>	<b>15,4 %</b>

## **(D) WACHSTUM DES EIGENKAPITALS**

<b>Eigenkapital in Mio. USD</b>	
<b>2004</b>	<b>1999</b>
<b>2.179 Mio. USD</b>	<b>1.139 Mio. USD</b>
<b>Anstieg/Rückgang des Eigenkapitals</b>	<b>1.040 Mio. USD</b>
<b>Absolutes Wachstum</b>	<b>91,3 %</b>
<b>Durchschnittliches Wachstum pro Jahr</b>	<b>13,9 %</b>

## **(6) DIE FINANZKRAFT DES UNTERNEHMENS**

Ziel dieser Untersuchung ist es festzustellen, inwieweit die Finanzkraft des Unternehmens als angemessen angesehen werden kann. Der Finanzierung kommt eine zentrale Bedeutung innerhalb des Unternehmensgeschehens zu, da ohne eine solide Finanzwirtschaft eine Existenz auf lange Sicht nicht möglich ist. In diesem Zusammenhang reicht es für unsere Zwecke vollkommen aus, die historische Entwicklung der Eigenkapitalquote (EKQ in Prozent =  $\text{Eigenkapital} \times 100 / \text{Gesamtkapital}$ ) zu betrachten, um einen guten Überblick hinsichtlich der aktuellen und der vergangenen Finanzkraft des Unternehmens zu erhalten. Ergänzende Berechnungen/Anmerkungen (Siehe weiter unten) runden das Bild ab.

Allgemein gilt, dass

- (1)** ein hoher Eigenkapitalanteil (> 50 % besser noch > 60 %) unabhängiges Handeln und Dispositionsfreiheit im Unternehmen garantiert.
- (2)** die Aktien einer Gesellschaft, deren Kapital fast ausschließlich aus

Eigenkapital besteht, sicherlich einen größeren Wert haben, als die Aktien eines Unternehmens, das einen hohen Fremdkapitalanteil in der Bilanz aufweist. Bei einer Eigenkapitalquote  $< 30\%$  (so genannte „kritische Grenze“) ist im Extremfall eine Instabilität in Bezug auf die Finanzierung des Unternehmens zu befürchten.

- (3) die maßvolle Verwendung von Fremdkapital noch kein Nachteil für ein Unternehmen zu sein braucht.

Die folgende Tabelle illustriert die Entwicklung der Eigenkapitalquote:

Eigenkapitalquote in Prozent					
2004	2003	2002	2001	2000	1999
68,80	72,04	72,22	71,79	71,94	73,58

### ERGÄNZENDE BERECHNUNGEN/ANMERKUNGEN:

- Das Unternehmen verfügte am letzten Bilanzstichtag über 668,3 Mio. USD (!) liquide Mittel (Cash & kurz-, mittel- und langfristige Anlagen). Das sind 2,98 USD (!) je Aktie.
- Das aktuelle Verhältnis „Langfristige Verbindlichkeiten (= 270 Mio. USD) / (Eigenkapital ./. Goodwill) (= 2.011 Mio. USD)“ fällt mit 0,13 „hervorragend“ aus. Langfristige Bankschulden bestanden zudem nicht.
- **FAZIT:** Das Unternehmen ist prinzipiell – aufgrund der hohen liquiden Mittel – als langfristig schuldenfrei zu bezeichnen.

## (7) DIE FINANZIERUNGSRELATIONEN

Nach unserer Auffassung muss ein Unternehmen - neben einer geringen Verschuldung (Siehe oben) - auch über so genannte „gute Finanzierungsrelationen“ verfügen, um sich für das Depot eines „konservativen“ oder „defensiven“ Wertinvestors zu qualifizieren. Darunter verstehen wir folgendes:

- (1) Liquidität ersten Grades  $\geq 1,0$
- (2) Liquidität zweiten Grades  $\geq 1,5$  besser noch  $> 2,0$
- (3) Die langfristigen Verbindlichkeiten sollten nicht größer als das Nettoumlaufvermögen (Working Capital) sein!

Konservative Anleger sollten mit Recht erwarten, dass das Unternehmen

die nun nachfolgenden Tests unter (A), (B) und (C) besteht. Wenn aber eines dieser oben genannten Kriterien nicht erreicht wird, so spricht das in der Regel stark gegen die Investmentqualität der Aktie. Es wäre auch ein Anzeichen für die fehlende Sicherheit unter spekulativen Gesichtspunkten.

## (A) LIQUIDITÄT ERSTEN GRADES

Der allgemein anerkannte Standard für die Liquidität ersten Grades (Quick Ratio) besagt, dass das Umlaufvermögen ausschließlich der Vorräte zumindest den kurzfristigen Verbindlichkeiten entsprechen muss. Das Quick Ratio sollte also mindestens einen Wert von eins aufweisen. Liegt der Wert darunter, ist in jedem Fall Vorsicht angebracht. Die Liquidität der Gesellschaft könnte damit nämlich (erheblich) angespannt sein.

Wir erhalten hier folgendes Ergebnis:

▪ Umlaufvermögen:	1.506 Mio. \$
▪ Vorräte:	398 Mio. \$
▪ Kurzfristige Verbindlichkeiten:	718 Mio. \$
▪ <b>Liquidität ersten Grades:</b>	<b>1,54</b>

## (B) LIQUIDITÄT ZWEITEN GRADES

Diese Kennzahl wurde Ende letzten Jahrhunderts von Banken entwickelt und liefert jedoch eher einen Hinweis auf die Zahlungsfähigkeit als auf die Liquidität eines Unternehmens. Diese auch unter der Bezeichnung „Current Ratio“ oder „Bankers Rule“ bekannt gewordene horizontale Finanzierungsregel ist vor allem als Anforderung der Kreditinstitute an ihre Kreditnehmer weit verbreitet. Sie lautet: *Das Umlaufvermögen sollte mindestens das Anderthalbfache der kurzfristig zur Verfügung gestellten Verbindlichkeiten betragen.* Optimal wäre allerdings ein Verhältnis von zwei zu eins. Als grober Anhaltswert kann für viele Unternehmen angenommen werden, dass sie bei einem Verhältnis von Umlaufvermögen zu kurzfristigen Verbindlichkeiten von mindestens zwei zu eins ihre kurzfristigen Verbindlichkeiten erfüllen können, ohne zusätzliche Kredite aufnehmen oder Vermögensgegenstände, außer dem Umlaufvermögen, verkaufen zu müssen.

Wir erhalten hier folgendes Resultat:

▪ Umlaufvermögen:	1.506 Mio. \$
-------------------	---------------

- Kurzfristige Verbindlichkeiten: 718 Mio. \$
- **Liquidität zweiten Grades:** 2,10

## **(C) LANGFRISTIGE VERBINDLICHKEITEN VERSUS WORKING CAPITAL**

Die so genannten „guten Finanzierungsrelationen“ verlangen nunmehr abschließend, dass die langfristigen Verbindlichkeiten nicht größer als das Nettoumlaufvermögen (Working Capital<sup>6</sup>) sein sollten:

- Nettoumlaufvermögen: 788 Mio. \$
- Langfristige Verbindlichkeiten: 270 Mio. \$

**ERGEBNIS:** Die Unternehmensgruppe verfügt über die oben genannten guten Finanzierungsrelationen, da alle notwendigen Kriterien unter (A), (B) und (C) „optimal“ erfüllt wurden.

## **(8) DIE RENTABILITÄT DES UNTERNEHMENS**

Hier wird die absolute Rentabilität des betrachteten Unternehmens herausgestellt. Außen vor bleibt in der Regel, wie sich das erwirtschaftete Ergebnis innerhalb derselben Branche darstellt. Die Idee, die dahinter steht, besagt, dass sich ein konservativer Wertinvestor grundsätzlich an einem hervorragenden (sehr rentablen) Geschäft beteiligen sollte. Mittelmäßige oder sogar schlechte (unrentable) Geschäfte sollte er dagegen meiden. Einzige Ausnahme: Das Unternehmen notiert erheblich unter seinem inneren Wert.

### **(A) GESAMTKAPITALRENTABILITÄT (ROI)**

Das umfassendste Maß für den Erfolg eines Unternehmens ist der Prozentsatz, der auf das investierte Kapital verdient wurde:

**Kapitalrendite in Prozent = Gewinn nach Steuern x 100/durchschnittliches Gesamtkapital der Periode**

Das grundsätzliche Verdienst der Gesamtkapitalrentabilität (Kapitalrendite oder ROI) besteht darin, dass sie die zugrunde liegende oder allgemeine Performance eines Unternehmens misst. Sie bezieht sich auf die

---

<sup>6</sup> Siehe auch unter dem Punkt „Working Capital“ dieser Analyse.

gesamten Kapitalmittel, die von allen Investoren und nicht nur von einer einzigen Klasse zur Verfügung gestellt wurden. Die Kennzahl ist ein Maß für die Fähigkeit des Managements, Vermögenswerte rentabel zu nutzen, unabhängig von der Art, wie die Vermögenswerte finanziert sind.

Für einen „konservativen“ oder „defensiven“ Wertinvestor gelten die nachfolgenden Zusammenhänge:

- **Kapitalrendite  $\geq 12\%$**   
Das ist ein gutes Ergebnis!
- **Kapitalrendite  $< 12\%$  aber  $\geq 8\%$**   
Das ist ein befriedigendes Ergebnis!
- **Kapitalrendite  $< 8\%$**   
Das ist ein unbefriedigendes Ergebnis!

**ERGEBNIS:** Die Kapitalrendite des Unternehmens lag im aktuell abgeschlossenen Geschäftsjahr bei 17,3 Prozent.

## **(B) EIGENKAPITALRENTABILITÄT (ROE)**

Die Eigenkapitalrentabilität (ROE) ist die zweitwichtigste Rentabilitätskennzahl für den konservativen Wertinvestor:

**Eigenkapitalrentabilität in Prozent = Gewinn nach Steuern x 100 / durchschnittliches Eigenkapital der Periode**

Sie zeigt, wie das Management das Kapital des Aktionärs benutzt und wie geschickt es ist, die Eigenkapitalrentabilität durch Aufnahme von Schulden zu erhöhen. Eine nachhaltig hohe Eigenkapitalrendite weist auf ein erstklassiges Unternehmen hin. Als konservativer Wertinvestor sollte man immer nach Unternehmen mit kontinuierlich über dem Durchschnitt liegenden Eigenkapitalrenditen Ausschau halten. Hier ist nicht die Rede von 12 oder 13 Prozent, sondern von 15 Prozent und darüber - je höher, desto besser. Eine nachhaltig hohe Eigenkapitalrendite von 15 Prozent oder mehr, liefert ein brauchbares Indiz dafür, dass das Management des Unternehmens nicht nur fähig ist, aus der laufenden Geschäftstätigkeit Gewinne zu erwirtschaften, sondern auch einbehaltene Gewinne für die Aktionäre des Unternehmens wiederum profitabel einzusetzen versteht.

Für einen „konservativen“ oder „defensiven“ Wertinvestor gelten die nachfolgenden Zusammenhänge:

- **Eigenkapitalrendite  $\geq 15\%$**   
Das ist ein gutes Resultat!
- **Eigenkapitalrendite  $< 15\%$  aber  $\geq 10\%$**   
Das ist ein befriedigendes Resultat!
- **Eigenkapitalrendite  $< 10\%$**   
Das ist ein unbefriedigendes Resultat!

**ERGEBNIS:** Die Eigenkapitalrendite des Konzerns lag im aktuell abgeschlossenen Geschäftsjahr bei 24,65 Prozent. Dieses „exzellente“ Ergebnis wurde zudem mit „sehr wenig“ Fremdkapital erwirtschaftet.

Die folgende Tabelle zeigt uns die Entwicklung der Eigenkapitalrendite:

Eigenkapitalrendite in Prozent					
2004	2003	2002	2001	2000	1999
24,65	26,67	28,69	30,13	28,96	26,85

Allgemein gilt in diesem Zusammenhang:

- (1) Konservative Wertinvestoren suchen Unternehmen mit guter Eigenkapitalrendite und gleichzeitig geringer oder gar keiner Verschuldung.
- (2) Benutzung von Fremdkapital in einem Konzern (Leverage) erhöht die Eigenkapitalrentabilität über das Maß hinaus, das der Konzern ohne Fremdkapitalaufnahme gehabt hätte. Die Aufnahme von Fremdkapital wirkt sich gut aus, solange die Kosten nach Steuern für das Fremdkapital geringer sind als die Gesamtkapitalrentabilität.

## (C) OPERATIVE MARGE

Mit der so genannten operativen Marge (Betriebsergebnismarge oder operative Gewinnspanne) kann die Rentabilität eines Unternehmens nach Berücksichtigung der normalen Kosten der Herstellung und Lieferung von Gütern oder Dienstleistungen und der Erträge aus ihrem Verkauf beurteilt werden, jedoch ohne Berücksichtigung der Zinsaufwendungen für Bankkredite und Kapitalerträge wie zum Beispiel Zinserträge auf Bankguthaben. Im Betriebsergebnis sind also die Vertriebskosten,

die allgemeinen Verwaltungskosten, die Forschungs- und Entwicklungskosten sowie die Abschreibungen abgedeckt. Die Erträge aus Beteiligungen und Zinsen sind jedoch noch nicht berücksichtigt:

**Operative Marge in Prozent = Betriebsergebnis x 100/Umsatz**

Für einen „konservativen“ oder „defensiven“ Wertinvestor gelten die nachfolgenden Zusammenhänge:

- **Operative Marge  $\geq 18$  %**  
Das ist ein gutes Ergebnis!
- **Operative Marge  $< 18$  % aber  $\geq 12$  %**  
Das ist ein befriedigendes Ergebnis!
- **Operative Marge  $< 12$  %**  
Das ist ein unbefriedigendes Ergebnis!

**ERGEBNIS:** Die operative Marge des Unternehmens lag im aktuell abgeschlossenen Geschäftsjahr bei 19,7 Prozent.

## **(D) BETRIEBSRENDITE (EBT-MARGE)**

Vom Betriebsergebnis wird der verbliebene Aufwand (Zinsaufwand und Kapitalerträge) abgesetzt und der Gewinn vor Steuern ermittelt:

**Betriebsrendite in Prozent = Gewinn vor Steuern x 100/Umsatz**

Für einen „konservativen“ oder „defensiven“ Wertinvestor gelten die nachfolgenden Zusammenhänge:

- **Betriebsrendite  $\geq 15$  %**  
Das ist ein gutes Resultat!
- **Betriebsrendite  $< 15$  % aber  $\geq 9$  %**  
Das ist ein befriedigendes Resultat!
- **Betriebsrendite  $< 9$  %**  
Das ist ein unbefriedigendes Resultat!

**ERGEBNIS:** Die Betriebsrendite des Konzerns lag im aktuell abgeschlossenen Geschäftsjahr bei 19,7 Prozent.

## (E) UMSATZRENDITE (GEWINNQUOTE)

Die Umsatzrendite (Gewinnquote oder Nettogewinnspanne) beschreibt, wie hoch der Gewinn eines Unternehmens in Bezug auf den Umsatz ist:

**Umsatzrendite in Prozent = Gewinn nach Steuern x 100/Umsatz**

Diese Kennzahl berücksichtigt sämtliche - fixe, variable wie auch außerordentliche - Erträge und Aufwendungen. Sie ist wichtig, weil sie zu erkennen gibt, in welchem Umfang das Unternehmen Vermögenswerte zur Steigerung seiner Umsätze aufgewendet hat. Wenn man die Nettogewinnspannen über mehrere Jahre hinweg analysiert (Siehe auch die unten stehende Tabelle), kann man feststellen, ob das Unternehmen im Hinblick auf seine Produktionsleistung an Effizienz gewonnen oder verloren hat. Allgemein gilt, dass - insbesondere für Industrieunternehmen - die Umsatzrentabilität oft ein Maßstab für die Position auf dem Markt ist. Für einen „konservativen“ oder „defensiven“ Wertinvestor gelten die nachfolgenden Zusammenhänge:

- **Umsatzrendite  $\geq$  11 %**  
Das ist ein gutes Ergebnis!
- **Umsatzrendite  $<$  11 % aber  $\geq$  6 %**  
Das ist ein befriedigendes Ergebnis!
- **Umsatzrendite  $<$  6 %**  
Das ist ein unbefriedigendes Ergebnis!

**ERGEBNIS:** Die Umsatzrendite des Konzerns lag im aktuell abgeschlossenen Geschäftsjahr bei 13,5 Prozent.

Die unten stehende Tabelle zeigt uns die Entwicklung der Gewinnquote:

Umsatzrendite in Prozent					
2004	2003	2002	2001	2000	1999
13,5	14,5	14,6	15,1	15,5	15,1

## (9) DIE KENNZAHLEN JE AKTIE

Die **Wm. Wrigley Jr. Company** weist die folgenden Kennzahlen je Aktie auf:

### (A) UMSATZ JE AKTIE

Hinsichtlich dieser Kennzahl (Vergleichen Sie auch mit Punkt 5 (A) dieser Analyse) gilt die Grundregel, dass auch Unternehmen mit überdurchschnittlichem Umsatzwachstum kein geeignetes Investment darstellen, wenn sie keine Gewinne für die Aktionäre erwirtschaften können. Keine Umsatzsteigerung auf der Welt reicht als Investment-Anreiz aus, wenn im Verlauf der Jahre der Gewinn nicht entsprechend wächst:

▪ Umsatz je Aktie im Geschäftsjahr 2004:	16,24 \$
▪ Umsatz je Aktie im Geschäftsjahr 1999:	8,83 \$
▪ Umsatzanstieg/-rückgang je Aktie:	+ 7,41 \$
▪ Absolutes Wachstum:	+ 83,9 %
▪ Durchschnittliches Wachstum pro Jahr:	+ 13,0 %

### (B) GEWINN JE AKTIE

Die Fähigkeit des Managements, das Wachstum des Gewinns je Aktie eines Unternehmens voranzutreiben, ist ein wesentlicher Faktor für das Wachstum des Shareholder Value. Der Gewinn je Aktie wird wachsen, wenn das Unternehmen seine einbehaltenen Gewinne wiederum gewinnbringend einsetzt. Im Laufe der Zeit wird der steigende Gewinn je Aktie auch vom Markt gewürdigt werden und in höheren Börsenkursen je Aktie seinen Niederschlag finden. Die entscheidenden zwei Kriterien, die ein erstklassiges Unternehmen kennzeichnen, sind deswegen:

- (1) Ein nachhaltig hoher Gewinn je Aktie!
- (2) Ein über die Jahre kontinuierlich höherer Gewinn je Aktie!

Die folgende Tabelle (Vergleichen Sie auch mit Punkt 5 (B) dieser Analyse) zeigt die Entwicklung des Gewinns je Aktie:

Gewinn je Aktie nach Steuern in USD					
2004	2003	2002	2001	2000	1999

<b>Gewinn je Aktie nach Steuern in USD</b>					
<b>2004</b>	<b>2003</b>	<b>2002</b>	<b>2001</b>	<b>2000</b>	<b>1999</b>
2,19	1,98	1,78	1,61	1,45	1,33
<b>Durchschnittlicher Gewinn 2004 bis 2002</b>			<b>1,98 USD</b>		
<b>Durchschnittlicher Gewinn 2001 bis 1999</b>			<b>1,46 USD</b>		
<b>Gewinnanstieg/-rückgang</b>			<b>0,52 USD</b>		
<b>Absolutes Wachstum</b>			<b>35,6 %</b>		
<b>Durchschnittliches Wachstum pro Jahr</b>			<b>10,7 %</b>		
<b>Berechnungszeitraum</b>			<b>3 Jahre</b>		

### (C) DIVIDENDE JE AKTIE

<b>Dividende je Aktie in USD</b>					
<b>2004</b>	<b>2003</b>	<b>2002</b>	<b>2001</b>	<b>2000</b>	<b>1999</b>
0,925	0,865	0,805	0,745	0,701	0,664
<b>Durchschnittliche Dividende 2004 bis 2002</b>			<b>0,865 USD</b>		
<b>Durchschnittliche Dividende 2001 bis 1999</b>			<b>0,703 USD</b>		
<b>Dividendenzunahme/-abnahme</b>			<b>0,162 USD</b>		
<b>Absolutes Wachstum</b>			<b>23,0 %</b>		
<b>Durchschnittliches Wachstum pro Jahr</b>			<b>7,2 %</b>		
<b>Berechnungszeitraum</b>			<b>3 Jahre</b>		
<b>Dividendensumme 2004 bis 1999</b>			<b>4,705 USD</b>		

### (D) CASHFLOW JE AKTIE

**Cashflow** ist der Geldbetrag, der einem Unternehmen aus seiner Geschäftstätigkeit zufließt. Alle Firmen bekommen Geld herein, jedoch müssen manche mehr ausgeben als andere, damit die Kasse klingelt. Als konservativer Wertinvestor sollte man es vorziehen, in Unternehmen zu investieren, die nicht immer wieder aufs neue Geld in ihren Produktionsapparat stecken müssen (z.B.: Stahl- oder Automobilproduzenten)

um wettbewerbsfähig zu bleiben. Das Geld, das hereinkommt, sollte nicht gegen das Geld kämpfen müssen, das rausgeht.

Der **operative Cashflow** ist ein nützliches Maß der allgemeinen Fähigkeit einer Gesellschaft

- Schulden aufzunehmen,
- Dividenden zu zahlen,
- Buchgewinne in flüssige Mittel zu verwandeln

und allgemein

- finanzielle Flexibilität zu haben.

Der **operative Cashflow** gehört jedoch nicht den Aktionären in demselben Sinne wie die Gewinne. So ist er zum Beispiel für den Schuldendienst erforderlich oder für irgendeinen anderen vorgehenden Anspruch, wie etwa eine Mietzahlung (*so genannte „feste Verpflichtungen“*).

Beim so genannten **freien Cashflow** müssen diese festen Verpflichtungen zum Mittelabfluss berücksichtigt werden. Bedenken Sie bitte, wann immer der Cashflow als Argument dafür auftaucht, dass Sie eine Aktie kaufen sollten, dann vergewissern Sie sich, dass es sich um den **freien Cashflow** handelt.

Für das aktuell abgelaufene Geschäftsjahr weist der Konzern die folgenden Cashflow-Kennzahlen auf:

- |                        |               |
|------------------------|---------------|
| ▪ Operativer Cashflow: | 724,5 Mio. \$ |
| ▪ Freier Cashflow:     | 506,7 Mio. \$ |

Je Aktie ergibt sich das folgende Bild:

- |                        |         |
|------------------------|---------|
| ▪ Operativer Cashflow: | 3,23 \$ |
| ▪ Freier Cashflow:     | 2,26 \$ |

## (E) BUCHWERT JE AKTIE

Hier wird ein so genannter materieller Buchwert zu Grunde gelegt. Dieser wird berechnet, indem man alle Vermögenswerte - ausschließlich der Immateriellen - addiert, dann sämtliche Verbindlichkeiten subtrahiert und das Ergebnis schließlich durch die Gesamtzahl der Aktien dividiert:

**Buchwert je Aktie = (Buchwert des Eigenkapitals ./ Goodwill ./ die meisten immateriellen Werte)/Aktuelle Anzahl an ausstehenden Aktien**

Es werden jedoch alle die immateriellen Werte berücksichtigt, die einen bekannten oder schätzbaren Verkaufswert haben oder die einen unmittelbaren Strom von Erlösen erzeugen, wie zum Beispiel den Ertrag aus Royalties (Lizenzen, Patentgebühren, Tantiemen usw.). Alternativ wird hier noch das Eigenkapital je Aktie berechnet:

▪ Eigenkapital - ohne Fremdanteile:	2.179 Mio. \$
▪ Goodwill:	168 Mio. \$
▪ Anzahl der Aktien:	224,637 Mio. Stück
▪ Materieller Buchwert je Aktie:	8,95 \$
▪ Eigenkapital je Aktie:	9,70 \$

**(F) WORKING CAPITAL JE AKTIE**

Eine gelegentliche Praxis der Börse besteht darin, dass Nettoumlaufvermögen (Working Capital) einer Aktie zu berechnen, ohne die vorgehenden (langfristigen) Verbindlichkeiten und Ansprüche vom Nettoumlaufvermögen abzusetzen:

**Working-Capital je Aktie = (Umlaufvermögen ./ kurzfristiges Fremdkapital)/Aktuelle Anzahl an ausstehenden Aktien**

Je höher das Working Capital, desto besser ist die Liquiditätslage des Unternehmens. Ein Kauf der Aktie unter dem notwendigen Betriebskapital birgt - so die Theorie - kein Risiko für den Investor. Doch Vorsicht! Eine solche Kennzahl kann verhältnismäßig bedeutungslos und möglicherweise auch irreführend sein. Genauer ist diesem Fall der so genannte „Umlaufvermögensüberschuss“ (Vergleichen Sie auch nachfolgend unter Punkt (G) dieser Analyse).

Wir erhalten hier folgendes Ergebnis:

▪ Umlaufvermögen:	1.506 Mio. \$
▪ Kurzfristiges Fremdkapital:	718 Mio. \$
▪ Nettoumlaufvermögen:	788 Mio. \$
▪ Nettoumlaufvermögen je Aktie:	3,51 \$

## (G) UMLAUFVERMÖGENSÜBERSCHUSS JE AKTIE

Der Wert des Umlaufvermögensüberschusses (Current Asset Value) einer Aktie besteht aus dem Umlaufvermögen, abzüglich der gesamten Verbindlichkeiten und Ansprüche, die der Aktie vorgehen:

**Umlaufvermögensüberschuss je Aktie = (Umlaufvermögen ./ Gesamtes Fremdkapital)/Aktuelle Anzahl an ausstehenden Aktien**

Dieser Wert klammert die nachfolgenden Positionen aus:

- (1) Die immateriellen Vermögenswerte
- (2) Das Sachanlagevermögen
- (3) Die vermischten Vermögenswerte

Sollte die Aktie jemals unter diesen Wert fallen, so bekommt der Investor das Anlagevermögen (Betriebsanlagen und sonstige Aktiva) praktisch umsonst. Kein Eigentümer würde normalerweise sein Unternehmen so billig verkaufen.

Wir erhalten hier folgendes Resultat:

▪ Umlaufvermögen:	1.506 Mio. \$
▪ Gesamte Fremdmittel:	988 Mio. \$
▪ Umlaufvermögens <u>überschuss</u> /-defizit:	518 Mio. \$
▪ Umlaufvermögens <u>überschuss</u> /-defizit je Aktie:	2,31 \$

Man sollte sich in diesem Zusammenhang unbedingt merken:

- (1) Der Kauf von „Umlaufvermögensüberschuss“ - wenn er denn existiert - zu einem Discountpreis ist eine der besten, allerdings seltenen Gelegenheiten für einen konservativen Wertinvestor.
- (2) Ebenso wünschenswert ist der Kauf einer Aktie zu Kursen, die erheblich unter ihren Höchstkursen in nicht zu ferner Vergangenheit liegen (Siehe auch Punkt (2) dieser Analyse).

## (10) DIE BEWERTUNG DES UNTERNEHMENS

Neben den bereits untersuchten Bewertungskriterien

- Antizyklischer Indikator „Marktkapitalisierung“ (Siehe Punkt (2))

- Innerer Wert versus Staatsanleihen (Siehe Punkt (3A))
- Innerer Wert nach der Benjamin Graham-Formel (Siehe Punkt (3B))

werden hier nun die restlichen Wertstandards vorgestellt und berechnet, die es dem Anleger dann insgesamt erlauben, auf eine Über- oder Unterbewertung der zugrunde liegenden Aktie zu schließen.

## (A) EIGENKAPITALQUOTE ZUM BÖRSENKURSWERT

Die Eigenkapitalquote zum Börsenkurswert (Equity Ratio at Market) wird ermittelt, indem man die aktuelle Marktkapitalisierung des Unternehmens (Punkt (2) dieser Analyse) durch das gesamte Kapital zum Buchwert - abzüglich des in der Bilanz ausgewiesenen Goodwills - dividiert. Diese Kennzahl zeigt uns die Ansicht der Wertpapierbörse über den gegenwärtigen Good- oder gegebenenfalls auch Badwill der Gesellschaft. Allgemein gilt, dass ein extrem hoher „Goodwill“ ein hervorragendes Indiz dafür ist, dass eine Überbewertung der Aktie vorliegt. Ein existierender „Badwill“ spricht dagegen eher für eine Unterbewertung des Papiers.

Wir erhalten hier folgendes Resultat:

▪ Aktuelle Marktkapitalisierung:	15.473 Mio. \$
▪ Aktuelles Gesamtkapital ./. Goodwill:	2.999 Mio. \$
▪ <u>Good-/Badwill:</u>	12.474 Mio. \$
▪ Eigenkapitalquote zum Börsenkurswert:	5,16

Für einen „konservativen“ oder „defensiven“ Wertinvestor gelten die nachfolgenden Zusammenhänge:

- **Eigenkapitalquote zum Börsenkurswert < 1,0**  
Das ist eine günstige Bewertung!
- **Eigenkapitalquote zum Börsenkurswert  $\geq 1,0$  aber  $\leq 1,5$**   
Das ist eine faire Bewertung!
- **Eigenkapitalquote zum Börsenkurswert > 1,5**  
Das ist eine ungünstige Bewertung!

## (B) KURS-GEWINNVERHÄLTNIS (KGV)

Für viele Investoren sind Aktien mit niedrigen Kurs-Gewinn-Verhältnissen die alleinseligmachende Wahrheit. Das aktuelle Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) erhält man, indem man den gegenwärtigen Aktienkurs durch den aktuellen Gewinn pro Anteilsschein dividiert. Wir sind der Mei-

nung, dass das angemessene KGV für eine nicht wachsende Gesellschaft bei 8,5 liegen sollte. Wir sagen aber auch, dass sich jeder, der mehr als den zwanzigfachen Jahresgewinn für eine Aktie bezahlt, darauf einstellen sollte, langfristig Verluste einzufahren:

▪ Aktueller Aktienkurs:	68,88 \$
▪ Aktueller Gewinn je Aktie:	2,19 \$
▪ Aktuelles Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV):	31,45

Für einen „konservativen“ oder „defensiven“ Wertinvestor gelten die nachfolgenden Zusammenhänge:

- **KGV  $\leq$  8,5**  
Das ist eine sehr günstige Bewertung!
- **KGV  $>$  8,5 aber  $\leq$  10**  
Das ist eine günstige Bewertung!
- **KGV  $>$  10 aber  $\leq$  15**  
Das ist eine faire Bewertung!
- **KGV  $>$  15**  
Das ist eine ungünstige Bewertung!

Allgemein gilt noch folgendes:

- (1) Je höher der Wert des KGV ist, desto mehr muss der Anleger für den Gewinn des Unternehmens zahlen, und desto höher sind die implizierten Erwartungen über das zukünftige Gewinnwachstum.
- (2) Man sollte sich unbedingt davor hüten, das KGV als alleiniges Indiz dafür zu benutzen, ob an der Börse etwas billig oder teuer ist. In diesem Zusammenhang ist zum Beispiel der so genannte „Molodovsky-Effekt“ zu erwähnen: Eine Gesellschaft kann deshalb zu einem hohen Kurs-Gewinn-Verhältnis gehandelt werden, da sie nur vorübergehend gedrückte Gewinne aufweist (Häufiges Merkmal von zyklischen Unternehmen).

## (C) KGV VERSUS WACHSTUMSRATE DER GEWINNE

Nach diesem Kriterium wird das aktuelle Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) in Relation zur wahrscheinlichen Wachstumsrate der Gewinne gebracht. Allgemein gilt, dass ein KGV, das die Hälfte der Wachstumsrate in Bezug auf die Gewinne beträgt, sehr positiv zu beurteilen ist, während eines, welches das Doppelte der Wachstumsrate in Bezug auf die Gewinne beträgt, sehr negativ zu bewerten ist:

▪ Aktuelles Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV):	31,45
▪ Prognostizierte Wachstumsrate der Gewinne:	8,00 %
▪ Aktuelles KGV/Wachstumsverhältnis:	3,93

Für einen „konservativen“ oder „defensiven“ Wertinvestor gelten die nachfolgenden Zusammenhänge:

- **KGV/Wachstumsverhältnis  $\leq 0,5$**   
Das ist eine sehr günstige Bewertung und hiernach sollte man wirklich Ausschau halten!
- **KGV/Wachstumsverhältnis  $> 0,5$  aber  $\leq 1,0$**   
Das ist noch immer eine günstige Bewertung!
- **KGV/Wachstumsverhältnis  $> 1,0$  aber  $< 2,0$**   
Das ist eine faire Bewertung!
- **KGV/Wachstumsverhältnis  $\geq 2,0$**   
Das ist eine ungünstige Bewertung!

## (D) KGV NACH BENJAMIN GRAHAM

Benjamin Graham kaufte am liebsten Aktien mit einem Gewinnmultiplikator von höchstens sieben bis zehn (Siehe oben). Er empfahl konservativen Wertinvestoren, Aktien mit Multiplikatoren über dem fünfzehnfachen des durchschnittlichen Gewinns der vergangenen drei Jahre zu meiden:

▪ Durchschnittsgewinn je Aktie der letzten 3 Jahre:	1,98 \$
▪ Fünfzehnfache des Durchschnittsgewinns:	29,70 \$
▪ Aktueller Aktienkurs:	68,88 \$

**ERGEBNIS:** Nach Benjamin Graham sollte man gegenwärtig für die Aktie nicht mehr als 29,70 USD bezahlen.

## (E) GEWINNRENDITE (GKV)

Wir empfehlen Ihnen die Aktien zu kaufen, deren Gewinn-Kurs-Verhältnis (GKV) oder anders ausgedrückt die Umkehrung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV), doppelt so hoch ist wie die Verzinsung von erstklassigen Schuldverschreibungen. Wenn also zum Beispiel die Verzinsung erstklassiger Anleihen acht Prozent beträgt, liegt die benötigte Gewinnrendite des Unternehmens bei sechzehn Prozent:

▪ Aktuelle Gewinnrendite des Unternehmens (GKV):	3,18 %
--	--------

- Aktuelle zehnjährige Staatsanleihenrendite: 4,02 %
- Gewinnrendite/Rendite Staatsanleihe: 0,79

**ERGEBNIS:** Die momentane Gewinnrendite des Unternehmens beträgt „lediglich“ 79 Prozent (!) der Rendite der sichereren Staatsanleihen der Vereinigten Staaten von Amerika mit einer Laufzeit von zehn Jahren.

Für einen „konservativen“ oder „defensiven“ Wertinvestor gelten die nachfolgenden Zusammenhänge:

- **Gewinnrendite/Rendite Staatsanleihe  $\geq 2$**   
Das ist eine günstige Bewertung!
- **Gewinnrendite/Rendite Staatsanleihe  $< 2$  aber  $\geq 1$**   
Das ist eine faire Bewertung!
- **Gewinnrendite/Rendite Staatsanleihe  $< 1$**   
Das ist eine ungünstige Bewertung!

## (F) DIVIDENDENRENDITE

Anleger, die jeden Börsenmonat als besonders gefährlich empfinden, suchen oftmals nach einem Ausgleich, indem sie Aktien mit hohen Dividendenrenditen kaufen. Es gibt zwei starke Argumente, die für eine hohe Dividendenausschüttung an die Anteilseigner sprechen:

- (1) Unternehmen, die hohe Dividenden an ihre Anteilseigner zahlen, kommen nicht in Versuchung ihr Geld in schöner Regelmäßigkeit mit einer Serie von dummen Verdiversifizierungen aus dem Fenster zu schmeißen.
- (2) Durch das Vorhandensein einer hohen Dividende kann der Aktienkurs davor bewahrt werden, so weit zu fallen, wie er es ohne Dividende tun würde. Bei Marktzusammenbrüchen ergeht es den Werten, die hohe Dividenden zahlen, viel besser als den dividendenlosen Papieren und erleiden in der Regel weniger als die Hälfte der Kursrückgänge des Gesamtmarktes.

**ACHTUNG:** Wir empfehlen Ihnen die Aktien zu erwerben, deren Dividendenrendite mindestens zwei Drittel der Verzinsung erstklassiger Anleihen („Mindestrendite“) beträgt.

Wir erhalten hier folgendes Ergebnis:

- Aktueller Aktienkurs: 68,88 \$

▪ Aktuelle Jahresdividende:	0,925 \$
▪ Aktuelle Dividendenrendite:	1,34 %
▪ Aktuelle zehnjährige Staatsanleihenrendite:	4,02 %
▪ Mindestrendite – 2/3 erstklassiger Anleihen:	2,68 %

Das Kriterium wird **nicht** erfüllt, da die aktuelle Dividendenrendite des Unternehmens „weit“ unterhalb der geforderten „Mindestrendite“ liegt.

## (G) DIVIDENDENRENDITE UND GEWINNWACHSTUM

Durch eine etwas kompliziertere Formel ist man in der Lage, die Wachstumsrate mit den Gewinnen zu vergleichen und dabei zusätzlich die Dividenden zu berücksichtigen. Zur langfristigen Wachstumsrate wird die aktuelle Dividendenrendite addiert. Dieses Ergebnis wird dann durch das aktuelle Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) geteilt:

▪ Langfristige Wachstumsrate der Gewinne:	8,00 %
▪ Aktuelle Dividendenrendite:	1,34 %
▪ Aktuelles Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV):	31,45
▪ $(\text{Langfristige Wachstumsrate} + \text{Dividendenrendite})/\text{KGV}$ :	0,30

Für einen „konservativen“ oder „defensiven“ Wertinvestor gelten die nachfolgenden Zusammenhänge:

- **$(\text{Langfristige Wachstumsrate} + \text{Dividendenrendite})/\text{KGV} < 1,0$** ;  
Das ist eine ungünstige Bewertung!
- **$(\text{Langfristige Wachstumsrate} + \text{Dividendenrendite})/\text{KGV} \geq 1,0$  aber  $\leq 1,5$** ; Das ist eine faire Bewertung!
- **$(\text{Langfristige Wachstumsrate} + \text{Dividendenrendite})/\text{KGV} > 1,5$  aber  $< 2,0$** ; Das ist eine günstige Bewertung!
- **$(\text{Langfristige Wachstumsrate} + \text{Dividendenrendite})/\text{KGV} \geq 2,0$** ;  
Das ist eine sehr günstige Bewertung und hiernach sollte man wirklich Ausschau halten!

## (H) KURS-/ UMSATZVERHÄLTNIS (KUV)

Das Kurs-Umsatz-Verhältnis (KUV) ist dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) eng benachbart. Es setzt aber den Aktienkurs in Relation zu den jährlichen Umsätzen pro Aktie statt zum Gewinn. Das KUV ist ein nahezu perfekter Indikator für die Popularität einer Aktie. Sollte diese Kennzahl bereits einen hohen Wert aufweisen, bewirkt nur noch Hoffnung und Täuschung einen weiteren Kursanstieg. Allgemein gilt, dass

niedrige Kurs-Umsatz-Relationen den Markt öfter und konstanter schlagen, als jeder andere Indikator aus dem Umfeld der wertorientierten respektive substanzorientierten Kennzahlen:

▪ Aktueller Aktienkurs:	68,88 \$
▪ Aktueller Umsatz je Aktie:	16,24 \$
▪ Aktuelles Kurs-Umsatz-Verhältnis (KUV):	4,24

Für einen „konservativen“ oder „defensiven“ Wertinvestor gelten die nachfolgenden Zusammenhänge:

- **KUV < 1**  
Das ist eine günstige Bewertung!
- **$1 \leq \text{KUV} \leq 2$**   
Das ist eine faire Bewertung!
- **KUV > 2**  
Das ist eine ungünstige Bewertung!

## (I) KURS-/ BUCHWERTVERHÄLTNIS (KBV)

Das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) ergibt sich, indem man den gegenwärtigen Kurs der Aktie durch den materiellen Buchwert pro Anteilsschein des letzten Bilanzstichtages dividiert. Alternativ wird hier noch das Kurs-Eigenkapital-Verhältnis (KEV) berechnet:

▪ Aktueller Aktienkurs:	68,88 \$
▪ Materieller Buchwert der Aktie:	8,95 \$
▪ Eigenkapital je Aktie:	9,70 \$
▪ Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV):	7,70
▪ Kurs-Eigenkapital-Verhältnis (KEV):	7,10

Der Grundgedanke von Anlegern, die sich für Aktien mit niedrigen KBV (KEV) entscheiden, ist, dass sie damit einen Preis nahe am Liquidationswert berappen und somit auf lange Sicht dafür belohnt werden, keine überhöhten Preise für die Vermögensgegenstände der Gesellschaft zu zahlen. Allgemein gilt, dass je höher die Aktien über den Buchwert notieren, um so weniger sicher ist die Bewertungsgrundlage für den „konservativen“ oder „defensiven“ Investor und um so abhängiger ist die Börsenbewertung von Strömungen, Stimmungen und Modeerscheinungen an der Börse.

Nach unserer Auffassung ist ein Aktienkurs von maximal fünfzig Prozent über dem materiellen Buchwert je Aktie günstig ( $\text{KBV} \leq 1,50$  oder alter-

nativ  $KEV \leq 1,50$ ). (Dies gilt allerdings nur für das so genannte „mittelmäßige Unternehmen“ mit einer konstanten Eigenkapitalrendite (EKR)  $< 10\%$ . „Gute Unternehmen“ mit einer konstanten Eigenkapitalrendite  $> 10\%$  können zu einem Vielfachen des materiellen Buchwerts je Aktie gehandelt werden. So ist beispielsweise bei einer konstanten EKR von  $25\%$  ein KBV von 5 und bei einer konstanten EKR von  $20\%$  ein KBV von 4 gerechtfertigt.) Die Höherbewertung von fünfzig Prozent kann man dem Unternehmen aufgrund der Tatsache zubilligen, dass es börsennotiert ist und die Anlage jederzeit liquidierbar ist. Doch Vorsicht ist in jedem Fall angebracht! Eine Aktie wird nicht automatisch zum Anlageobjekt, wenn sie unter ihrem Buchwert notiert. Ergänzend sollte

- das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) nicht allzu hoch sein,
- die Bilanz sollte zufrieden stellend aussehen und
- die Gewinne sollten zumindest auf Jahre auf der jetzigen Basis gehalten werden können.

## (J) KGV UND BUCHWERTMULTIPLIKATOR

Der Börsenkurs sollte also - wie oben ausführlich erklärt - nicht mehr als fünfzig Prozent über dem Buchwert liegen. Dies gilt allerdings nicht, sofern nur das KGV niedriger ist. Nach unserer Auffassung sollte das Produkt aus KGV und KBV (alternativ: KGV und KEV) nicht mehr als 22,50 ergeben. Dieses Ergebnis entspricht zum Beispiel einem KGV von 15 und einem KBV (KEV) von 1,5 oder einem KGV von 9 und einem KBV (KEV) von 2,5. Wir erhalten hier folgendes Resultat:

▪ Aktuelles Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV):	31,45
▪ Buchwertmultiplikator (KBV):	7,70
▪ Eigenkapitalmultiplikator (KEV):	7,10
▪ KGV x Buchwertmultiplikator (KBV):	242,17
▪ KGV x Eigenkapitalmultiplikator (KEV):	223,30

## (K) KURS-/ CASHFLOWVERHÄLTNIS (KCV)

Das Kurs-/Cashflow-Verhältnis (KCV) ist ein weiterer Gradmesser dafür, ob eine Aktie teuer oder billig ist. Das aktuelle KCV ergibt sich, indem man den gegenwärtigen Aktienpreis durch den kompletten freien Cashflow pro Aktie des letzten Bilanzstichtages dividiert:

▪ Aktueller Aktienkurs:	68,88 \$
▪ Freier Cashflow je Aktie:	2,26 \$

- Aktuelles Kurs-/Cashflow-Verhältnis (KCV): 30,48
- Bargeldrückfluss: 3,28 %

Für einen „konservativen“ oder „defensiven“ Wertinvestor gelten die nachfolgenden Zusammenhänge:

- **KCV < 10**  
Das ist eine günstige Bewertung!
- **10 ≤ KCV ≤ 15**  
Das ist eine faire Bewertung!
- **KCV > 15**  
Das ist eine ungünstige Bewertung!

Da der Cashflow durch die Bilanzabteilungen der Unternehmen schwieriger zu manipulieren ist als der ausgewiesene Gewinn, bevorzugen viele der wertorientierten Anleger Kurs-Cashflow-Ratios, um günstige Aktien zu lokalisieren. Ein KCV von zehn ist normal und involviert einen Bargeldrückfluss von zehn Prozent. Dies lässt sich gut mit den zehn Prozent vereinbaren, die man als Minimumertrag aus einem langfristigen Aktieninvestment erwarten sollte. Ein KCV von fünf bedeutet einen Bargeldrückfluss von zwanzig Prozent, was großartig ist. Ein KCV von 2,5 bedeutet sogar einen Bargeldrückfluss von vierzig Prozent. Entscheidend ist aber, dass der Bargeldrückfluss stabil ist und kontinuierlich erfolgt. Allgemein gilt, dass, falls es nicht andere Kriterien gibt, die zwingend nahe legen, eine Aktie mit hohem KCV zu kaufen, man besser seine Finger davon lassen sollte.

## (11) ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

Wenn man die Ergebnisse der Fundamentalanalyse zusammenfasst, ergibt sich das nachfolgende Gesamtbild:

Zusammenfassung der Bewertungsergebnisse			
	Positiv	Neutral	Negativ
Aktienkategorie hinsichtlich Risikograd	+		
Historische Wachstumskennzahlen	+		
Beständige Ertragskraft/Gewinnwachstum	+		
Ausreichende Unternehmensgröße	+		
Dividendenkontinuität/-wachstum	+		
Entwicklung der emittierten Aktien	+		
Verschuldungssituation des Konzerns	+		
Finanzierungsrelationen des Konzerns	+		

<b>Zusammenfassung der Bewertungsergebnisse</b>			
	<b>Positiv</b>	<b>Neutral</b>	<b>Negativ</b>
Rentabilität des Konzerns	+		
<b>Summe</b>	<b>9</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Antizyklischer Indikator „Marktkapitalisierung“			+
Aktienkurs versus Staatsanleihen			+
Aktienkurs versus B. Graham Formel			+
Eigenkapitalquote zum Börsenkurswert			+
Absolutes Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)			+
KGV in Bezug zur Wachstumsrate der Gewinne			+
KGV nach Benjamin Graham			+
GKV oder Gewinnrendite			+
Dividendenrendite			+
Dividendenrendite & Gewinnwachstum			+
Kurs-Umsatz-Verhältnis (KUV)			+
Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV)			+
KGV und Buchwertmultiplikator			+
Kurs-Cashflow-Verhältnis (KCV)			+
<b>Summe</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>14</b>

Der obere Teil der Zusammenfassung („gelbe Kennzeichnung“) gibt Auskunft über die **Qualität des Unternehmens**. Je mehr dieser Bereich ins negative Feld rutscht, desto spekulativer ist die Gesellschaft et vice versa. Im Extremfall müssen Investoren mit einem Totalverlust des Anlagekapitals rechnen. Wir empfehlen Ihnen daher dringend spekulative Unternehmen prinzipiell zu meiden oder wenigstens nur als Depotbeimischung zu erwerben. Dabei sollten Sie unsere Anlageregeln befolgen, dass man nicht mehr als 5 % seines Anlagekapitals in ein einzelnes spekulatives Papier investiert. Der Gesamtanteil spekulativer Werte sollte nicht mehr als 20 % eines Depots ausmachen.

Der untere Teil der Zusammenfassung („blaue Kennzeichnung“) gibt uns dagegen Hinweise über die gegenwärtige **Bewertung des Unternehmens**. Je mehr dieser Bereich ins positive Feld wandert, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass eine Unterbewertung der entsprechenden Aktie vorliegt et vice versa. Wir empfehlen Ihnen immer unterbewertete und konservative Aktien zu kaufen.

#### **ERGÄNZENDE ANMERKUNGEN ZU AUSGEWÄHLTEN KRITERIEN:**

- (1) Kriterium „**Ausreichende Unternehmensgröße**“: „Konservative“ oder „defensive“ Anleger sollten unbedingt darauf achten, ob das

von Ihnen ausgewählte Unternehmen ausreichend groß genug ist, um auch schwierige Situationen meistern zu können. Die Idee, die dahinter steckt ist die, dass man kleinere Unternehmen als Kapitalanlage grundsätzlich ausschließen sollte, da sie mehr als die größeren Gesellschaften für Schwierigkeiten aller Art anfällig sind. Dies gilt insbesondere für Industrieunternehmen. Verlangt werden hier ein Mindestumsatz von ungefähr eine Milliarde USD und/oder eine Bilanzsumme von mehr als 500 Mio. USD (*Vergleichen Sie hier die Punkte 5 (A) und 5 (C) dieser Analyse*).

- (2) Kriterium „**Beständige Ertragskraft/Gewinnwachstum**“: Außerordentlich positiv ist es, wenn die Gewinne Jahr für Jahr kontinuierlich anwachsen. Eine relative Gewinnstabilität ist für den konservativen (defensiven) Anleger in Hinblick auf die Qualität des Unternehmens außerordentlich wichtig. Wir verlangen neben der Gewinnstabilität, dass die Unternehmen innerhalb der letzten sechs Jahre keinen Verlustabschluss zu verzeichnen haben. Schließlich sollte auch noch der Gewinn pro Aktie - innerhalb der letzten fünf Jahre - um mindestens ein Sechstel zugenommen haben (*Vergleichen Sie hier die Punkte 5 (B) und 9 (B) dieser Analyse*).
- (3) Kriterium „**Entwicklung der emittierten Aktien**“: „Konservative“ oder „defensive“ Wertinvestoren sollten sich immer die Frage stellen, inwieweit ein Unternehmen in der Lage ist, in der Zukunft ohne Hilfe von Kapitalerhöhungen respektive durch Ausgabe neuer Aktien zu wachsen. Wenn eine Firma nur durch die Emittierung neuer Aktien expandieren kann, wird die größere Zahl der Umlauf befindlichen Aktien jeden Nutzen zunichte machen, den die Aktionäre aus dem Firmenwachstum ableiten könnten. Wenn also auf Kapitalerhöhungen verzichtet wird und sogar Aktien zurückgekauft werden, ist das für die verbliebenen Aktionäre doppelt gut. Allerdings nur so lange wie ein Rückkauf unter dem inneren Wert der Aktie erfolgt. Kauft das Unternehmen dagegen die Aktien zu Kursen zurück, die weit über deren inneren Wert liegen, so werden die verbliebenen Aktionäre im Grunde bestohlen (*Vergleichen Sie hier die absoluten Wachstumskennzahlen mit dem entsprechenden Wachstum pro Aktie*).
- (4) Kriterium „**Dividendenkontinuität und -wachstum**“: „Konservative“ respektive „defensive“ Wertinvestoren sollten verlangen, dass das von Ihnen ausgesuchte Unternehmen sechs Jahre lang ununterbrochene Dividendenzahlungen aufweisen muss, um sich für ihr Portfolio zu qualifizieren. Hierbei gelten die Regeln: (a) Je länger

die ununterbrochene Dividendenzahlung andauert, desto besser!  
 (b) Dividendenkürzungen sind negativ auszulegen!

Unsere Empfehlung	Aktienwertung	Kaufkurs $\leq$	Zielkurs $\geq$	Anlagehorizont für Zielkurs
Verkaufen	Konservativ	45,00 USD	67,50 USD	5 Jahre

**ACHTUNG:** Ein Kauf zum gegenwärtigen Kurs folgt der so genannten **Größeren Dummkopf-Theorie**<sup>7</sup>. Diese Theorie beruht auf der folgenden Überlegung: „*Ich weiß dass ich dumm bin, einen so hohen Kurs für diese Aktie zu bezahlen, aber ich weiß auch, dass ein noch größerer Dummkopf kommen und mir einen noch höheren Kurs zahlen wird.*“ Dies ist aber keine Methode, um an der Börse ein großes Vermögen zu erwerben.

**UNSER TIPP:** Geben Sie für dieses brillante Unternehmen mit dem herausragenden Verbrauchermonopol und exzellenter Rentabilität nicht wesentlich mehr als den fünffachen materiellen Buchwert je Aktie aus. Je weniger desto besser. Auf diese Weise hält man eine gewisse Sicherheitsmarge ein.

Die Unternehmensanalyse der **Wm. Wrigley Jr. Company** erscheint bei: Stefan Faber Unternehmensanalysen (Herausgeber und Verfasser), Burgsdorfstraße 15, 13353 Berlin, Tel.: 030/23883265. Der Bezugspreis beträgt 9,95 EURO inklusive der gesetzlichen Mehrwertsteuer. Aktualisierungen können unter Angabe der „ursprünglichen Rechnungsnummer“ zum Preis von 5,95 EURO inklusive der gesetzlichen MwSt. schriftlich per E-Mail bestellt werden. Beachten Sie, dass sämtliche Unternehmensanalysen (Siehe auch unsere aktuelle Angebotsliste) in der Regel nur einmal jährlich - nach Vorlage neuer Geschäftszahlen - aktualisiert werden. Die Zahlungen erfolgen jeweils an die Deutsche Bank AG, Kontonummer 110816600 (BLZ 380 707 24). Die Unternehmensanalyse der „Wm. Wrigley Jr. Company“ kann gratis zum Kennen lernen über unseren Online-Shop angefordert werden. Sie können des Weiteren Unternehmensanalysen Ihrer Wahl, die Sie in unserer aktuellen Angebotsliste nicht finden, schriftlich per E-Mail zum Preis von 9,95 EURO inklusive der gesetzlichen MwSt. bestellen. Eine Auftragsannahme behalten wir uns jedoch vor. In unserem Online-Shop ([www.Value-Stock.de](http://www.Value-Stock.de)) bieten wir Ihnen zudem einen kostenlosen und monatlich erscheinenden Newsletter an.

Der Inhalt dieser Analyse ist ohne Gewähr. Soweit wir in diesem Dokument Prognosen oder Erwartungen äußern oder unsere Aussagen die Zukunft betreffen, können diese Aussagen mit bekannten und unbekanntem Risiken und Ungewissheiten verbunden sein. Die tatsächlichen Ergebnisse und Entwicklungen können daher wesentlich von den geäußerten Erwartungen und Annahmen abweichen. Alle Informationen beruhen auf Quellen, die wir als vertrauenswürdig und zuverlässig erachten. Deshalb dienen alle Hinweise der aktuellen Information ohne letzte Verbindlichkeit, begründen also kein Haftungsobligo. Ein Nachdruck ist nicht erlaubt. Kein Teil der Unternehmensanalyse darf (auch nicht auszugsweise) ohne unsere ausdrückliche vorherige schriftliche Zustimmung reproduziert werden. Jede im Bereich eines gewerblichen Unternehmens hergestellte oder genutzte Kopie verpflichtet zur Gebührenzahlung an den Herausgeber bzw. Verfasser. Der Erfüllungsort und Gerichtsstand ist Berlin.

<sup>7</sup> „Greater Fool Theory“ nach Benjamin Graham.