

Florian Müller

Überschussrenditen durch Stock Picking

**Value Investing nach Max Otte als
Vorbild Warren Buffett**

Müller, Florian: Überschussrenditen durch Stock Picking: Value Investing nach Max Otte als Vorbild Warren Buffett. Hamburg, Diplomica Verlag GmbH 2014

Buch-ISBN: 978-3-8428-9532-4

PDF-eBook-ISBN: 978-3-8428-4532-9

Druck/Herstellung: Diplomica® Verlag GmbH, Hamburg, 2014

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Bearbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Die Informationen in diesem Werk wurden mit Sorgfalt erarbeitet. Dennoch können Fehler nicht vollständig ausgeschlossen werden und die Diplomica Verlag GmbH, die Autoren oder Übersetzer übernehmen keine juristische Verantwortung oder irgendeine Haftung für evtl. verbliebene fehlerhafte Angaben und deren Folgen.

Alle Rechte vorbehalten

© Diplomica Verlag GmbH

Hermannstal 119k, 22119 Hamburg

<http://www.diplomica-verlag.de>, Hamburg 2014

Printed in Germany

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	iv
Abbildungsverzeichnis	v
Tabellenverzeichnis	vi
Anlagenverzeichnis.....	vii
1 Einleitung	1
2 DAX Renditen der Vergangenheit	2
2.1 Empirische Studie der DAX Renditen anhand des DAI Renditedreiecks ...	2
2.1.1 Jahreszeiträume von 5 Jahren.....	3
2.1.2 Jahreszeiträume von 10 Jahren	3
2.1.3 Jahreszeiträume von 15 Jahren	4
2.1.4 Jahreszeiträume von 20 Jahren	4
2.1.5 Jahreszeiträume von 25 Jahren	4
2.1.6 Jahreszeiträume von 30 Jahren	5
2.1.7 Jahreszeiträume von 35 Jahren	5
2.1.8 Jahreszeiträume von 40 Jahren	6
2.1.9 Jahreszeiträume von 45 Jahren	6
2.1.10 Jahreszeiträume von 50 Jahren	6
2.1.11 Jahreszeiträume von 55 Jahren	6
2.1.12 Jahreszeiträume von 60 Jahren	7
2.2 Zusammenfassung der empirischen Studie	7
2.3 Resultate der Studie	10
2.4 Modellannahme	10
2.5 Weitere Studien	11
3 Fundamentale Aktienbewertung	14
3.1 Wert einer Aktie.....	15
3.1.1 Kurswert.....	16
3.1.2 Buchwert	17
3.1.3 Ertragswert	18
3.1.4 Substanzwert	19

3.1.5	Liquidationswert	19
3.2	Unternehmenskennzahlen	20
3.2.1	KGV	20
3.2.2	KCFV	22
3.2.3	KBV	23
3.2.4	KUV	24
3.2.5	Dividendenrendite	25
3.3	Abschließende Studie und Fazit	26
4	Der Begriff Value Investing	28
4.1	Unterscheidung zur allgemeinen Unternehmensbewertung	28
4.2	Markt Effizienz Hypothese	29
4.2.1	Schwache Form	30
4.2.2	Halbstrenge Form	30
4.2.3	Starke Form	30
4.2.4	Implikationen der Kapitalmarkteffizienz	30
4.3	Behavioral Finance	31
4.3.1	Selbstüberschätzung	31
4.3.2	Selektive Wahrnehmung	32
4.3.3	Überreaktion und Unterreaktion	32
4.3.4	Herdenverhalten	32
4.3.5	Mentale Buchführung	33
4.3.6	Repräsentativitätsheuristik	33
4.3.7	Verfügbarkeitsheuristik	33
4.3.8	Home Bias und Kalenderanomalien	34
4.3.9	Fazit der Behavioral Finance	34
4.4	Value Investing Prozess	35
4.4.1	Suchstrategie (Stock-Picking)	35
4.4.2	Bewertung	36
4.4.3	Zeitaspekt	38
4.4.4	Sicherheitsmarge	38

4.4.5	Diszipliniertes Kaufen/Verkaufen	38
4.5	Value Investing Methoden	39
4.5.1	Methode nach Graham	40
4.5.2	Methode nach Buffett	42
4.5.3	Drei Schichtenmodell des Werts nach Greenwald	43
5	DCF Verfahren.....	46
5.1	Entity Verfahren	46
5.2	Equity Verfahren	47
6	Value Investing in der Praxis	50
6.1	Fallbeispiel zu Intel	50
6.2	Anforderungen an den Analyseansatz.....	50
6.3	Bewertung nach der Entity Methode.....	51
6.3.1	Bestimmung des nachhaltigen Gewinns	52
6.3.2	Hypothese zu den Kapitalkosten.....	52
6.3.3	Hypothese zur Wachstumsrate (g).....	52
6.3.4	Ableitung zum inneren Wert nach der Entity Methode.....	53
6.4	Bewertung nach der Equity Methode	54
6.4.1	Bestimmung des normalisierten Gewinns.....	54
6.4.2	Hypothese zum CAPM	54
6.4.3	Ableitung zum inneren Wert nach der Equity Methode	55
6.5	Grafische Darstellung der verschiedenen Kursverläufe	56
7	Zusammenfassung.....	58
	Weitere Anlagen	ix
	Literaturverzeichnis	xvii

Abkürzungsverzeichnis

CAPM	Capital Asset Pricing Modell
DAX	Deutscher Aktien Index
DAI.....	Deutsches Aktieninstitut
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT.	Earnings before interest and taxes
IDW	Institut Deutscher Wirtschaftsprüfer
ISIN.....	International Securities Identification Number
KBV	Kurs-Buchwert-Verhältnis
KCFV.....	Kurs-Cashflow-Verhältnis
KGv.	Kurs-Gewinn-Verhältnis
KUV.	Kurs-Umsatz-Verhältnis
Mrd.....	Milliarden
p.a.....	per anno
S&P 500.	Standard & Poor's 500
WACC.	Weighted Average Cost of Capital

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	DAI Renditedreieck 1948-2011 vom Deutschen Aktieninstitut in Frankfurt.	2
Abbildung 2:	Durchschnittliche Renditen der einzelnen Anlagehorizonte über alle Messwerte.....	7
Abbildung 3:	Schwankungsbreite der jährlichen Rendite in % Punkte.	8
Abbildung 4:	Wahrscheinlichkeit über 5% Rendite zu erzielen für alle Anlagehorizonte.....	9
Abbildung 5:	Renditen der Krisenjahre und das entsprechende darauffolgende Jahr.	11
Abbildung 6:	Daxchart von 1997-2012 zuzüglich Entwicklung Zahl der Aktionäre.....	12
Abbildung 7:	BMW Aktienkurs im Vergleich zum Eigenkapital und dem nachhaltigen Wert je Aktie.	16
Abbildung 8:	Dividendenzahlungen und Verkaufserlöse in der Zukunft ergeben heutigen Barwert.	18
Abbildung 9:	Wahrscheinlichkeiten der Verkaufserlöse bei Zerschlagung.....	20
Abbildung 10:	Berechnung des DVFA.	22
Abbildung 11:	Unterschiedliche KBVs und deren jeweiligen Aktienrendite.	24
Abbildung 12:	Historische Entwicklung der Dividendenrendite des S&P 500...	26
Abbildung 13:	Kauf- und Verkaufsargumente.	39
Abbildung 14:	Schichtenmodell nach Greenwald.	44
Abbildung 15:	Berechnung des Unternehmenswert.....	46
Abbildung 16:	Berechnung der Kapitalkosten.....	47
Abbildung 17:	Unternehmenswert nach der Entity Methode.	47
Abbildung 18:	Unternehmenswert vereinfacht nach der Entity Methode.....	47
Abbildung 19:	CAPM Modell.	48
Abbildung 20:	Unternehmenswert nach der Equity Methode.	49
Abbildung 21:	Normalisierter Ertragswert nach Steuern.	53
Abbildung 22:	Aktienwert pro Aktie (innerer Wert).	54
Abbildung 23:	Fairer Wert des Eigenkapitals.....	55
Abbildung 24:	Aktienwert pro Aktie (innerer Wert).	56

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Jährliche Renditen für verschiedene Portefeuilles.	21
Tabelle 2: Teilstudie der Überrenditen der Value Strategie.	27
Tabelle 3: Bilanz von Intel im Zeitraum 2004-2011.....	51
Tabelle 4: Bewertung von Intel nach der Entity Methode.	53
Tabelle 5: Bewertung von Intel nach der Equity Methode.	55
Tabelle 6: Kursverläufe innere Werte und Aktienkurs.	56

Anlagenverzeichnis

Anlage 1:	Kennzahlen der 5-jährigen Haltedauern eines DAX Portefeuilles. Quelle: Eigene Erstellung. Datenquelle: DAI (2011), eigene Berechnung.	ix
Anlage 2:	Kennzahlen der 10-jährigen Haltedauern eines DAX Portefeuilles. Quelle: Eigene Erstellung. Datenquelle: DAI (2011), eigene Berechnung.	ix
Anlage 3:	Kennzahlen der 15-jährigen Haltedauern eines DAX Portefeuilles. Quelle: Eigene Erstellung. Datenquelle: DAI (2011), eigene Berechnung.	x
Anlage 4:	Kennzahlen der 20-jährigen Haltedauern eines DAX Portefeuilles. Quelle: Eigene Erstellung. Datenquelle: DAI (2011), eigene Berechnung.	x
Anlage 5:	Kennzahlen der 25-jährigen Haltedauern eines DAX Portefeuilles. Quelle: Eigene Erstellung. Datenquelle: DAI (2011), eigene Berechnung.	xi
Anlage 6:	Kennzahlen der 30-jährigen Haltedauern eines DAX Portefeuilles. Quelle: Eigene Erstellung. Datenquelle: DAI (2011), eigene Berechnung.	xi
Anlage 7:	Kennzahlen der 35-jährigen Haltedauern eines DAX Portefeuilles. Quelle: Eigene Erstellung. Datenquelle: DAI (2011), eigene Berechnung.	xii
Anlage 8:	Kennzahlen der 40-jährigen Haltedauern eines DAX Portefeuilles. Quelle: Eigene Erstellung. Datenquelle: DAI (2011), eigene Berechnung.	xii
Anlage 9:	Kennzahlen der 45-jährigen Haltedauern eines DAX Portefeuilles. Quelle: Eigene Erstellung. Datenquelle: DAI (2011), eigene Berechnung.	xiii
Anlage 10:	Kennzahlen der 50-jährigen Haltedauern eines DAX Portefeuilles. Quelle: Eigene Erstellung. Datenquelle: DAI (2011), eigene Berechnung.	xiii
Anlage 11:	Kennzahlen der 55-jährigen Haltedauern eines DAX Portefeuilles. Quelle: Eigene Erstellung. Datenquelle: DAI (2011), eigene Berechnung.	xiv
Anlage 12:	Kennzahlen der 60-jährigen Haltedauern eines DAX Portefeuilles. Quelle: Eigene Erstellung. Datenquelle: DAI (2011), eigene Berechnung.	xiv
Anlage 13:	Aufspaltung der Fundamentalanalyse bei Aktien.	xv
Anlage 14:	Unternehmenszahlen Intel von 1989-1996.	xv
Anlage 15:	Unternehmenszahlen Intel von 1997-2004.	xvi