

22. Mai 2000

Aber Geld verdienen muss man!

1. Faule Eier?

Unter grober Verletzung des Grundsatzes, frühere Anlageempfehlungen besser der Vergangenheit zu überlassen (da es ja in der Natur der Sache liegt, dass der effektive Verlauf des Geschehens die unter Unsicherheit erstellte Prognose dann und wann kompromittieren muss), beschäftigt sich der vorliegende Kommentar fast ausschliesslich mit Folgerungen aus den in Nummer 200 erarbeiteten Thesen zum Verhältnis der „New“ zur „Old Economy“. Noch selten hat nämlich ein Bulletin aus St. Gallen ein grösseres Echo und mehr zustimmende wie auch kritische Reaktionen ausgelöst. Insbesondere wurde das Bedürfnis laut, man möge doch die Überlegungen noch weiter konkretisieren. Das ist gewiss legitim. Denn am Ende steht jeder Kunde, jeder Anlageberater, jeder Marktteilnehmer vor dem gleichermassen unumgänglichen wie unangenehmen Anlageentscheid. Man könnte halt auch falsch liegen.

Angesichts des geradezu atemberaubenden Tempos, in welchem die Wirtschaft weltweit von neuen Unternehmungen in immer wieder neuen Spielarten neuer Technologien überschwemmt wird, haben wir im letzten Anlagekommentar den so provokativen wie naheliegenden Vergleich mit der grundsätzlich auf Überproduktion von Spermien bauenden Natur angestellt und für die Wirtschaft denselben darwinistischen Ablauf der Dinge prognostiziert, wie er eben in der Natur tagtäglich vor sich geht: Am Ende schaffen es nur ganz wenige. Anhand von Zahlen aus dem amerikanischen IPO-Geschäft (IPO = Erstemission) haben wir gezeigt, dass der Darwinismus in der Praxis tatsächlich greift. Spätestens drei Jahre nach einem IPO hat sich die Spreu vom Weizen geschieden. Einige ganz wenige Firmen ha-

ben dem Investor eine formidable Rendite von 1000 Prozent und mehr beschieden. Zwei Drittel der Firmen notieren dagegen unter dem Emissionskurs. Ohne die grössten Outperformer der IPOs und gegengleich ohne die schlimmsten Flops hätte eine Investition in diesem Markt nicht einmal 4 Prozent Totalrendite, wohlgemerkt innerhalb von drei Jahren, erbracht. Nicht nur im IPO-Bereich der blutjungen Unternehmungen werden derzeit die Illusionen laufend zerstört – die jüngste Korrektur der technologienahen Indices hat gezeigt: Selbst relativ etablierte Unternehmungen wie Microsoft oder SAP bewegen sich in einem Feld grösster Unsicherheiten. Der Anleger leidet mit.

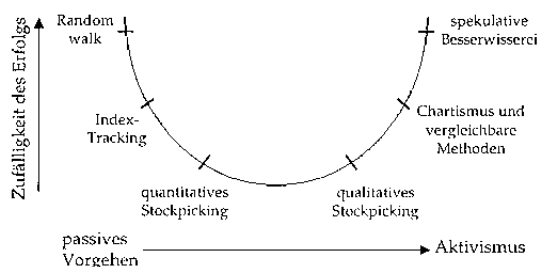
Wir haben deshalb dann die Spermiengeschichte noch etwas weiter entwickelt und die These vertreten, der Anleger tue gut daran, anstatt (ausschliesslich und mit viel Wagemut, aber insgesamt wenig Aussicht auf effektiven Erfolg) eine Spermien- eher eine „Ei-Strategie“ zu verfolgen. Will meinen, dass es in der real existierenden, funktionierenden, Mehrwert schöpfenden „traditionellen“ Wirtschaft durchaus Anlageobjekte gibt, die, befruchtet durch neue Technologie, zu hochinteressanten neuen Gebilden mutieren werden. Die Aussicht auf Erfolg der Ei-Strategie ist unter anderem deshalb höher, weil der laufend generierte Cash-Flow für genügend Nahrung und damit für erhöhte Überlebenschancen sorgt. Die grossenteils dramatischen Cash-Burn Ratios (zu deutsch etwa „Geld-Verschleiss“) von „New Economy“-Unternehmungen sprechen eine deutliche Sprache: Liquiditätsengpässe sind vorprogrammiert; ob man zu jeder Zeit den Jungunternehmen das Geld in gleichem Ausmasse nachwerfen wird wie in den letzten paar Monaten, ist füglich zu bezweifeln. Boo.com, ein Sport- und Modeartikelvertreiber im Internet, hat offenbar innerhalb von 6 Monaten 80 Millionen Euro verbraten. Der vor kurzem emporgejubelte Star ist heute pleite. Der erste in einer längeren Reihe?

Die Ei-Strategie als Alternative zu hochrisikanten Anlagen im reinen New-Economy-Bereich ist überzeugend aufgrund ihrer Einfachheit. Die praktische Umsetzung sei hingegen dennoch schwierig, lautete der Einwand in den Zuschriften, denn wer könne angesichts des schnellen Gangs der Dinge schon sagen, was überlebensfähig sei und was nicht. – Wir wollen im vorliegenden Anlagekommentar zeigen, dass die Vornahme grundlegender ökonomischer Hausaufgaben weiterhelfen kann.

2. Zwischen der Fahrt ins Blaue und der Besserwisserei

Selbstverständlich sind wir uns bewusst, dass mit dem Stichwort „Selektion“ die zwar sehr anregende, aber kaum zu Ende führbare Diskussion über die Effizienz der Finanzmärkte im Zentrum steht. Wenn die Effizienzthese nämlich ihre uneingeschränkte Richtigkeit hätte, dann käme es überhaupt nicht darauf an, welches Finanzinstrument ein Investor wählen soll – die Märkte sorgen ja schon dafür, dass die Rendite-/Risikocharakteristik in der Preisfindung ihren allen Elementen gerecht werdenden Niederschlag findet. Anders herum würde es sich absolut nicht lohnen, irgendwelche Anstrengungen auf sich zu nehmen, um „intelligente“ Anlagen zu finden. Der Markt wird's schon richten. Die „Fahrt ins Blaue“ oder der sogenannte „Random Walk“ findet zwar in der Theorie durchaus Anklang. Allerdings ist uns kein einziger Investor bekannt, der die Strategie in der Praxis anwendet. Sie widerspricht dem menschlichen Bedürfnis nach Beherrschbarkeit des eigenen Tuns und Lassens allzu sehr. Kommt dazu, dass ihr etwas ungemein Tautologisches anhaftet: Effizient sind Märkte nur, weil sich der von allen Marktteilnehmern individuell erarbeitete Informationsstand im Marktpreis aggregiert.

Selektionsmethoden für Finanzinstrumente



Würden aber alle Marktteilnehmer „ins Blaue fahren“, dann hätten sie gar keinen Informationsstand, und dann wären auch die

Märkte nicht effizient... Wie auch immer: Der „Random Walk“ ist mit der Suche nach nicht-faulen Eiern inkompatibel.

In obiger Figur versuchen wir, die gängigsten Auswahlverfahren für Finanzinstrumente nach zwei Aspekten zu ordnen. Es gibt aktivere und passivere Vorgehensweisen. Und es gibt den durch Zufall erlangten Erfolg oder den eher durch systematische Arbeit erzielten Erfolg. Und in allen Fällen gibt es auch den Misserfolg. Denn man bewegt sich ja nicht in einem Gebiet der Eindeutigkeiten; vielmehr herrscht ein hohes Mass an Unsicherheit, an Risiko. Aufgrund der positiven risikolosen Rendite (Geld hat, über die Zeit, seinen Preis) aber liegen im Durchschnitt und über einen längeren Zeitraum hinweg die Finanzinstrumente generell „im Gewinn“, weshalb denn auch keine der aufgezeigten Selektionsmethoden vollumfänglich erfolglos ist.

Es erweist sich aber auch kein Auswahlverfahren als absolut überlegen, denn die sich dauernd (und ab und zu galoppierend) verändernden Umstände sorgen dafür, dass auch die cleverste Methode dann und wann auf Sand läuft. So war es doch ungemein beruhigend zu hören, dass selbst ein Tausendsassa à la Soros in den letzten Monaten grässliche Verluste einfahren musste (bzw. diejenigen, die ihm in den Quantum Funds ihr Geld anvertraut hatten). Aber auch der durch und durch unclevere Besserwisser am Biertisch hat nicht nur Misserfolg, wiewohl ihm das seine Mitmenschen oft wünschen möchten. Ab und zu wird er Glück haben, dann und wann rabenschwarzes (und im Stammlokal sorgsam verschwiegenes) Pech, im Durchschnitt wird er aber wahrscheinlich mit seinen Anlagen nicht annähernd den Erfolg haben, wie wenn er mit Pfeilen Dart spielen würde. Er ist mit Blick auf seine intellektuelle Leistung zwar dem „Random Walk“ sehr nahe, aber mit Sicherheit insofern unterlegen, als er durch sein dauerndes Starren auf die letzten paar Börsenminuten weitestgehend prozyklisch handelt. Im „Random Walk“ entfällt dagegen die Gefahr des Nachvollzugs gewesener Trends.

3. Vieles spricht für Systematik

Abgesehen davon, dass ein wesentlicher Teil der Anlagetätigkeit ohnehin nicht darin besteht, in einer durch spezifische Risikocharakteristiken gekennzeichneten Instrumentenkategorie Überrenditen zu erzielen, sondern

vielmehr darin, die Wahl der Instrumentenkategorien so vorzunehmen, dass sie den Bedürfnissen der Kunden gerecht werden, glauben wir in einem sehr systematischen Ansatz wesentliche Vorteile zu sehen, wie sie die anderen Methoden nicht bieten. Zum einen lassen sich die Erkenntnisse der Portfoliotheorie bezüglich der Möglichkeit, bei gegebenem Risiko die erzielbare Rendite zu optimieren, nur in die Tat umsetzen, wenn bezüglich der eingesetzten Finanzinstrumente völlige Transparenz besteht. Zum andern muss jede Methode, welche nicht mit der Möglichkeit von sehr dynamischen Veränderungen in der Unternehmenswelt rechnet und damit umgehen kann, in Zeiten der Strukturbrüche scheitern. Investieren und dann schlafen gehen, wie es Kostolany empfohlen hatte, kann kein Rezept sein, wenn ganze Industriezweige in den nächsten Jahren untergehen könnten.

Oder anders ausgedrückt: Wenn es eine Systematik gibt, welche eine über alle Dynamik hinweg gültige und relevante Konstante anwenden kann, dann muss sie grundsätzlich erfolgreich sein. Für uns liegt auf der Hand, welche Konstante dies sein muss. So trivial sie ist, so wenig unbestritten ist sie. Vielfach wird beispielsweise die Meinung vertreten, die Börsen hätten den „Boden der Realität“ völlig verlassen, was da an Preisen geboten werde, habe mit der Realwirtschaft nicht mehr das geringste zu tun. In abgeschwächter und etwas kultivierterer Form heisst der Vorwurf „Asset Inflation“. Und wenn man gar nicht mehr weiter weiss, sagt man, alles sei ohnehin „nur Psychologie“. Was immer das heisst.

Die triviale Erkenntnis und damit die Konstante, die unserer Systematik zugrunde liegt, besteht in der Notwendigkeit jeglicher ökonomischer Werthaltigkeit, dass dahinter positive künftige Cash Flows stehen müssen. Geld verdienen muss man! Jetzt – dann hat man immerhin unter Beweis gestellt, dass man „es“ kann –, oder auch erst in Zukunft. Aber es muss genügend Wahrscheinlichkeit bestehen, dass sich eine Gewinnsituation in absehbarer Zukunft einstellen wird.

Selbstverständlich hören wir bereits den Einwand: Aber was ist denn mit den völlig blödsinnig bewerteten Internetstocks, deren Kurse sich ja auf nichts, aber auch gar nichts abstützen können, was in Richtung künftiger Cash Flows deutet. Es gibt zwei Antworten auf diesen Einwand. Zum einen haben die

letzten Wochen an der Nasdaq gezeigt, dass mit hohen Bewertungen auch tiefe Abstürze verbunden sein können. Zu hohe Erwartungen können überaus schnell und brutal abgekühlt werden. Die Idee der grundsätzlichen Parallelität von ökonomischer Werthaltigkeit und dem Marktwert eines Finanzinstruments impliziert nicht, dass Marktteilnehmer sich nicht dann und wann täuschen können. Über die Zeit wird sich trial and error aber immer wieder auf einen Durchschnitt einpendeln, der dann die Parallelität bestätigt. Zum andern hat der St. Galler Volkswirtschaftler Heinz Zimmermann kürzlich in einem beachtenswerten Artikel dargelegt, dass man es bei den genannten Aktien eben viel eher mit Optionen zu tun hat, die zum grossen Teil weit „out of the money“ sind und deren Underlying wie auch deren Verfall zudem noch ziemlich unbekannt sind. Die hohe Bewertung rechtfertigt sich dennoch insofern, wenn sich die gegenwärtige Unsicherheit in einen oder andern Fall als der morgige Grosse Erfolg entpuppen wird.

Das Dividend Discount Model (DDM)

The diagram illustrates the DDM formula:
$$\text{Aktienkurs} = \frac{\text{Cashflow im Jahr 1}}{(1+r_1)} + \frac{\text{Cashflow im Jahr 2}}{(1+r_2)^2} + \dots + \frac{\text{Cashflow im Jahr n}}{(1+r_n)^n}$$
 Each term in the sum is accompanied by a small icon of a cash flow (a coin) and a label: 'Diskontierungsfaktor (Kapitalkostensatz bzw. WACC) im Jahr 1', 'Diskontierungsfaktor (Kapitalkostensatz bzw. WACC) im Jahr 2', and 'Diskontierungsfaktor (Kapitalkostensatz bzw. WACC) im Jahr n'.

Doch zurück zum „Dividend Discount Model“ (DDM) bzw. zur trivialen Konstanten, dass nur werthaltig ist, was künftigen positiven Ertrag bringt. Das DDM unterstellt, dass der am Markt geltende Aktienkurs die Erwartungen der Teilnehmer bezüglich der diskontierten künftigen Gewinne (respektive ein wenig ökonomischer: der sog. freien Cash Flows) reflektiert. Oder anders ausgedrückt: Die Marktkapitalisierung einer Unternehmung entspricht dem Gegenwartswert der (erwarteten) Gewinne im Jahr 1, im Jahr 2, Jahr 3 usw. bis zum Jahr n. „n“ läge grundsätzlich in unbestimmter Ferne; aufgrund des Diskontierungsvorgangs kann man mehr als, sagen wir, 10 Jahre Zukunft aber vernachlässigen.

Stellt sich sodann die Frage, wie man die Wahrscheinlichkeit von künftigen Gewinnen abschätzen soll. Zunächst: Was ist überhaupt ein Gewinn? Gewinn stellt sich dann ein, wenn die von der Unternehmung erzielte Wertschöpfung höher ist als die gesamten

Kapitalkosten, d.h. die Kosten für Fremd- und Eigenkapital. Auf der Suche nach den nicht-faulen Eiern gilt es, mit verschiedenen Detektiv-Methoden aus dem, was wir wissen (oder wenigstens, was wir aufgrund der vorhandenen Information wissen könnten), taugliche Vorhersagen für die Zukunft herzuleiten. Immer darauf ausgerichtet, dass die Fähigkeit zur Erzielung von künftigem Gewinn oberste Priorität hat.

4. Gewinn machen wird, wer heute Wert schöpfen kann

Gehen wir davon aus, es interessiere uns ganz besonders, welche Unternehmungen, sagen wir, der Nahrungsmittelbranche weltweit zu den attraktivsten gehören. Ist es Nestlé, ist es Unilever, ist es Coca Cola? Unser erstes Kriterium, nach welchem wir die Befähigung zur künftigen Gewinnerzielung zu beurteilen versuchen, stellt auf das bisher erzielte Wertschöpfungspotential ab. Für die uns insgesamt interessierenden Unternehmungen der Branche (wir müssen uns aus Praktikabilitätsgründen auf die 40 bis 50 weltweit grössten Firmen beschränken) berechnen wir für die letzten drei Jahre die Wertschöpfung, indem wir die Differenz aus der Eigenkapitalrendite (Return On Invested Capital, ROIC) und den Fremdkapitalkosten (Weighted Average Costs of Capital, WACC) berechnen. Die erhaltene Kernzahl heisst „Value Spread“. Und wir gehen im folgenden davon aus, dass eine solchermassen bewiesene Fähigkeit in Zukunft nicht so schnell in sich zusammenbricht. Selbstverständlich gewichten wir kürzer zurückliegende Ergebnisse stärker als die fernere Vergangenheit, da uns jene für den Gang in die Zukunft weniger relevant erscheint.

Wenn wir die Berechnungen von allen Unternehmungen vorgenommen haben, dann kann man unter diesen eine Rangliste erstellen, die unabhängig von allen absoluten Zahlen und allen währungs- oder länderbedingten Spezialitäten Relevanz aufweist. Für die Nahrungsmittelbranche präsentiert sich die Rangliste gemäss nebenstehender Tabelle.

Wir haben die Nr. 5 auf der Rangliste, Philip Morris, hervorgehoben. In den folgenden Tabellen, welche die Unternehmungen nach anderen Kriterien, aber immer in Richtung künftigen Gewinnpotentials ordnen, werden wir Philip Morris weiterverfolgen. Zunächst

deshalb einige Angaben zur Unternehmung als solcher.

Titel	Value Spread	Titel	Value Spread
1 UNILEVER (UK)	17%	23 HENZHU	5%
2 WRIGLEY WILLIAM	17%	24 BRIT.AMERICAN TOBACCO	4%
3 GIBBERAL MILLS	16%	25 LINDT&SPRÜNGLI P	4%
4 QUAKER OATS	16%	26 ALFADIS	4%
5 PHILIP MORRIS	16%	27 SARA LEE CORP.	3%
6 NUNISCO (KÖN)	14%	28 RICHMONT B'W	2%
7 COCA COLA	14%	29 DIAGEO	2%
8 RALSTON PURINA RAL-PUR CP	13%	30 CONAGRA	1%
9 UNILEVER CERTS (NA)	13%	31 DATE & LYLE	1%
10 CAMPBELL SOUP	12%	32 BERNARDINI CARD	0%
11 BIRTSFOODS	12%	33 JAPAN TOBACCO	0%
12 CADBURY SCHWEPES	10%	34 ORKLA	-1%
13 ANHEUSER-BUSCH	8%	35 ALLIED DOMESTO	-2%
14 PEPSICO	7%	36 KIRIN BREWERY	-2%
15 KELLOGG	8%	37 DANONE	-2%
16 NESTLE B	8%	38 COCA COLA ENTE	-3%
17 SYSCO	7%	39 ARCHER-DANIELS-MIDLAND	-3%
18 HEINEKEN	6%	40 TAKARA SHUZO	-3%
19 SOUTH AFRICAN BREWERY	6%	41 ASAHI BREWERY	-3%
20 HERO B'	6%	42 SEAGRAM	-4%
21 ITO EN	5%	43 AJINDOMOYO	-4%
22 FOSTERS BREWING CP.	5%		

Wer meint, Philip Morris sei in erster Linie ein Tabakkonzern, der irrt. Die Firma erzielt heute nur noch etwa 60 Prozent ihres Umsatzes mit Tabakwaren, der Rest teilt sich auf wirkliche Nahrungsmittel (Kraft, Jacobs) und Bier (Miller) auf. Allerdings erweist sich das Tabakgeschäft als das nach wie vor profitabelste; fast 70 Prozent des Ertrags kommt aus dieser Sparte. Philip Morris begann vor Jahren aus strategischen Überlegungen in den Non-Tabak-Bereich zu diversifizieren. Bekanntlich sieht sich die gesamte Tabakbranche in den USA mit der Problematik drohender Gerichtsurteile in Milliardenhöhe zugunsten von „Opfern“ der Rauchergewohnheit konfrontiert. Zwar hat Philip Morris 1998 ein sogenanntes „Master Settlement Agreement“ abgeschlossen und die damalige Jahresrechnung mit über 3 Milliarden Dollar belastet. Dennoch bleibt die Achillesferse für einen, wie wir sehen werden, im übrigen kerngesunden Konzern bestehen. Da die Börsen um den wunden Punkt wissen, notiert die Aktie sozusagen notorisch tief. Gerade das macht Philip Morris für die folgenden Ausführungen attraktiv.

5. Gewinn machen wird, wer heute schon profitabel ist

Wir haben in früheren Anlagekommentaren in epischer Länge dargelegt, weshalb die Maximierung der Profitabilität, gemessen am sogenannten „Return On Equity“ (ROE), äusserst problematisch ist. Zunächst ist die Kernzahl sehr anfällig für kurzfristige Bilanzkosmetik. Wenn man Eigenkapital zurückbezahlt und Fremdkapital aufstockt, dann reagiert der ROE positiv („Leverage-Effekt“). Sodann ist auch die kurzfristige Maximierung des „Returns“, des ausgewiesenen Unternehmensgewinns also, gefähr-

lich, weil sie dazu verleiten könnte, die langfristig wirkenden Investitionen zu vernachlässigen. Wir haben deshalb schon mehrfach lebhaft Kritik geäußert an firmeninternen Anreizsystemen, die beim ROE anknüpfen. Namentlich sind uns solchermassen organisierte Bonussysteme ein Greuel.

Titel	ROE	Titel	ROE
1 GENERAL MILLS	123%	23 JAPAN TOBACCO	0%
2 QUAKER OATS	123%	24 CADBURY SCHWEPPE	0%
3 CAMPBELL SOUP	40%	25 TAKARA SHUZO	0%
4 SARA LEE CORP.	34%	26 BERNOD-RICARD	-2%
5 BESTFOODS	28%	27 WRIGLEY WILLIAM	-1%
6 UNILEVER (UK)	2%	28 TATE & LYLE	-1%
7 PHILIP MORRIS	14%	29 ASAHI BREWERIES	-1%
8 HERO'S	4%	30 ARCHER-DANIELS-MIDLAND	-1%
9 ITO EN	2%	31 ORELA	-3%
10 ANHEUSER-BUSCH	1%	32 SOUTH AFRICAN BREWS	-3%
11 SYSCO	3%	33 COCA COLA ENTS.	-3%
12 PERSICO	2%	34 KELLOGG	-2%
13 HEINEKEN	2%	35 UNILEVER CERTS. (NA)	-4%
14 ALTADIS	2%	36 ALLIED DOMECO	-4%
15 LINDT & SPRUNGLI R	2%	37 RICHEMONT B 'A'	-3%
16 FOSTERS BREWING CO.	1%	38 UNILECO	-3%
17 DANONE	1%	39 CONACRA	-3%
18 NESTLE R	1%	40 COCA COLA	-14%
19 KIRIN BREWERY	1%	41 RALSTON PURINA RAL-PUR CO	-15%
20 SEAGRAM	0%	42 NUMICO (KON.)	-18%
21 HEINZ HI	0%	43 BRIT. AMERICAN TOBACCO	-52%
22 AJIKOMOTO	0%		

So mag es denn erstaunen, dass nun ausgerechnet wir den ROE als Kennzahl der Profitabilität in unser Ranglistensystem einbeziehen. Es gibt dafür zwei Hauptgründe und einen wichtigen Entlastungsgrund. Der erste Hauptgrund für den Einbezug des ROE liegt in der Verfügbarkeit der Daten. Quer über alle länder- oder kontinentsbezogenen Buchhaltungssysteme ist es ja nicht so einfach, ein allgemein gültiges Mass für Profitabilität zu finden. Es nützt uns auch nichts, wenn – vielleicht sophisticatedere – Kennzahlen so spät eintreffen, dass sie keine Marktrelevanz mehr haben. Der zweite Hauptgrund liegt darin, dass der ROE es erlaubt, innerhalb der Branchen relevante Vergleiche anzustellen. Zu unserer „Entlastung“ sei festgehalten, dass wir selbstverständlich nicht auf den ROE eines einzigen Jahres abstellen, sondern immer einen gewichteten Durchschnitt der Veränderungsrate über mehrere Jahre verwenden. Bilanzkosmetische Manipulationen gleichen sich innerhalb des betrachteten Zeitraums mit hoher Wahrscheinlichkeit aus. Ganz abgesehen davon steht der ROE ja nicht als Kennzahl allein da – in der ersten Kennzahl, dem Value Spread, haben wir ja die gesamten Kapitalkosten (Fremdkapital plus Eigenkapital) berücksichtigt.

Um die Vergleichbarkeit innerhalb der Branche, aber dennoch quer durch alle möglichen länder- und kontinentspezifischen Vorstellungen über den „richtigen“ oder „angemessenen“ ROE sicherzustellen, verwenden wir im übrigen nicht die absolute Kennzahl, son-

dern die jeweilige Veränderungsrate von Jahr zu Jahr.

Welche Profitabilität weist nun Philip Morris aus, und wie vergleicht sich die Position mit der Konkurrenz? Was an der Tabelle frappiert, sind die grossen Unterschiede in den Profitabilitätsveränderungen innerhalb der ganzen Branche. Es gibt einige Spitzenreiter und einige Kellerkinder, deren Zahlen Sondereinflüssen unterliegen. Philip Morris liegt mit einem Profitabilitätszuwachs von 4 Prozent (trotz „Master Settlement“!) an ziemlich prominenter Stelle.

6. Gewinn machen wird, wer heute gewinnbringend verkaufen kann

Eine weitere Annäherung an die Wahrscheinlichkeit künftiger Gewinne findet durch die Beurteilung der Margenverhältnisse der interessierenden Unternehmungen innerhalb einer Branche statt. Es gibt unbestrittenermassen margenträchtigere und margenärmere Geschäftsarten. Luxusuhren und Modeaccessoires dürften im Verkauf weit mehr als 100 Prozent von den Gesteuerungskosten einbringen. Bei Zementsäcken, Cornflakes und Orangensaft liegen die Verhältnisse vermutlich grundlegend anders. Dennoch: Auch bei „Beinahe-Commodities“ sind Margenunterschiede zu beobachten.

Titel	CR Sales	Titel	CR Sales
1 NUMICO (KON.)	28%	23 LINDT & SPRUNGLI R	10%
2 PERSICO	20%	24 UNILEVER CERTS. (NA)	9%
3 COCA COLA	19%	25 UNILEVER (UK)	9%
4 ANHEUSER-BUSCH	18%	26 COCA COLA ENTS.	9%
5 CAMPBELL SOUP	17%	27 SARA LEE CORP.	9%
6 RICHEMONT B 'A'	17%	28 HERO'S	8%
7 WRIGLEY WILLIAM	17%	29 ALLIED DOMECO	8%
8 PHILIP MORRIS	16%	30 ARCHER-DANIELS-MIDLAND	7%
9 SOUTH AFRICAN BREWS	16%	31 ASAHI BREWERIES	7%
10 HEINEKEN	15%	32 BERNOD-RICARD	7%
11 RALSTON PURINA RAL-PUR CO	15%	33 TATE & LYLE	7%
12 BRIT. AMERICAN TOBACCO	15%	34 TAKARA SHUZO	6%
13 CADBURY SCHWEPPE	14%	35 ORELA	6%
14 FOSTERS BREWING CO.	12%	36 JAPAN TOBACCO	5%
15 QUAKER OATS	12%	37 KIRIN BREWERY	5%
16 GENERAL MILLS	12%	38 SEAGRAM	4%
17 BESTFOODS	12%	39 CONACRA	4%
18 KELLOGG	11%	40 AJIKOMOTO	4%
19 DIAGEO	11%	41 ITO EN	4%
20 HEINZ HI	10%	42 SYSCO	3%
21 NESTLE R	10%	43 ALTADIS	3%
22 DANONE	10%		

Zunächst liegt es an der Fähigkeit des Anbieters, sich einen Markennamen zu erarbeiten, ob eine im wesentlichen analoge Ware zu einem höheren Preis verkauft werden kann. Sodann sind Margen nicht leicht durchzusetzen. Insbesondere die Vertreter des Verkaufsapparats tendieren immer dazu, vom Management tiefere Margen zu verlangen, weil sie dann mehr und vor allem auf angenehmere Art Umsatz generieren können. Die Führungsqualitäten des Managements stehen deshalb sowohl bezüglich

Aufbau von Brandnames wie auch bezüglich Durchsetzungsfähigkeit der Margenpolitik in einem direkten Zusammenhang mit der Frage, wieviel Marge verrechnet werden kann.

Unsere Kennzahl der „Cash Flow Marge“ berechnet sich aus dem während einer Anzahl Jahren erzielten Erfolg vor Abschreibungen, geteilt durch den jeweils erarbeiteten Umsatz. Je höher der Umsatz und je geringer der Erfolg, um so kleiner ist die Verkaufsmarge. In unserer Tabelle fällt auf, dass einige der „Beinahe-Commodity-Anbieter“ wie Cola, Anheuser-Busch oder Heineken an sehr prominenter Stelle rangieren, während die typischen Nahrungsmittelhersteller wie Nestlé, Danone und Unilever eher enttäuschend abschneiden. Dass sich der Luxusgüterpezialist Richemont margenmässig weit oben bewegt, ist hingegen weniger überraschend. Philip Morris landet auf Platz 8.

7. Gewinn machen wird, wer heute produktiv ist

Titel	Asset Turn-over	Titel	Asset Turn-over
1 SYSCO	47%	23 LINDT&SPRUNGLER	10%
2 ALTADIS	27%	24 COPENHAGEN	10%
3 CASCARBA	26%	25 FINISCO	10%
4 HOFFEN	18%	26 SOUTH AFRICAN BREWS	10%
5 QUAKER OATS	18%	27 PHILIP MORRIS	10%
6 SAKA LEE CORP.	17%	28 AJINOMOTO	10%
7 CENTRAL MILLS	16%	29 ASAHI BREWERIES	9%
8 JAPAN TOBACCO	14%	30 KIRIN BREWERY	9%
9 UNILEVER CERTS. (NA)	14%	31 ANHEUSER-BUSCH	9%
10 KELLOGG	13%	32 BALSTON PURINA RAL-PUR CP	9%
11 WEDGLEY WILLIAM	12%	33 CADBURY SCHWEPPES	8%
12 UNILEVER (UK)	12%	34 DANONE	8%
13 BIFFGOODS	12%	35 BRIT AMERICAN TOBACCO	8%
14 NUMICO (KON.)	13%	36 BERNOD-RICARD	8%
15 TATE & LYLE	13%	37 ORKLA	8%
16 NESTLE	13%	38 COCA COLA ENTS.	8%
17 TAKARA SHUZO	12%	39 RICHEMONT B 'A'	8%
18 HERO B'	11%	40 FOSTERS BREWING CP.	8%
19 HEINZ H'	11%	41 DIACEO	8%
20 CAMPBELL SOUP	11%	42 SEAGRAM	8%
21 ARCHER-DANIELS-MIDLAND	11%	43 ALLIED DOMECO	8%
22 HEINEKEN	10%		

Produktivität wird allgemein als Wertschöpfung pro Zeiteinheit definiert. Für unseren Zweck des Vergleichs verschiedener Unternehmen einer Branche nehmen wir als Mass den Quotienten des Jahresumsatzes und der Aktiven in der Bilanz. Je höher der Umsatz und je geringer die Bilanz, um so höher ist die Kennzahl. Wiederum stellen wir nicht auf ein einziges Jahr ab, weil temporäre Boomphasen sonst das Resultat allzu stark beeinflussen würden. Das aktuellste Ergebnis wird aber am stärksten gewichtet, um der Unternehmensdynamik genügend Rechnung zu tragen.

In der Tabelle fällt auf, dass innerhalb der Branche recht grosse Unterschiede herrschen. Die Anlagen-intensiven Brauereien gehören nicht zu den produktivsten Nahrungsmittel-

herstellern. Philip Morris landet im Mittelfeld.

8. Gewinn wird machen, wer heute schon wächst

Analysten neigen generell dazu, der Dynamik zu wenig Gewicht beizumessen. Bilanzen und Jahresrechnungen sind stichtagbezogene Schlaglichter auf Gebilde, die sich jeden Tag verändern. Bei den vier bisher besprochenen Kennzahlen haben wir uns Abhilfe geschaffen, indem wir mit Veränderungsraten operieren oder zumindest eine dynamische Gewichtung über mehrere Jahre vornehmen. Die fünfte Kennzahl ist aber als solche ganz der Dynamik gewidmet. Wir versuchen, innerhalb einer Branche die Unternehmen mit der grössten Wachstumsdynamik herauszufiltern.

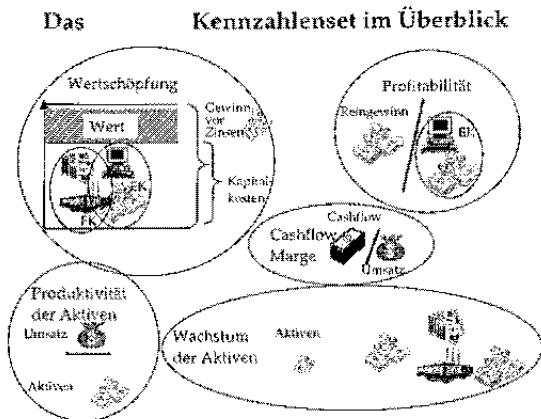
Titel	Asset Growth	Titel	Asset Growth
1 NUMICO (KON.)	169%	23 CONACRA	3%
2 ALTADIS	150%	24 TAKARA SHUZO	3%
3 BRIT AMERICAN TOBACCO	66%	25 JAPAN TOBACCO	3%
4 SEAGRAM	43%	26 AJINOMOTO	3%
5 COCA COLA ENTS.	29%	27 UNILEVER CERTS. (NA)	0%
6 ORKLA	12%	28 DANONE	0%
7 COCA COLA	12%	29 ASAHI BREWERIES	-1%
8 LINDT&SPRUNGLER	10%	30 HEINZ H'	-1%
9 HOFFEN	9%	31 KELLOGG	-2%
10 HEINEKEN	9%	32 ALLIED DOMECO	-2%
11 BERNOD-RICARD	9%	33 RICHEMONT B 'A'	-2%
12 SOUTH AFRICAN BREWS	8%	34 BIFFGOODS	-2%
13 ARCHER-DANIELS-MIDLAND	8%	35 KIRIN BREWERY	-3%
14 SYSCO	8%	36 TATE & LYLE	-3%
15 WEDGLEY WILLIAM	7%	37 CAMPBELL SOUP	-5%
16 NESTLE	5%	38 UNILEVER (UK)	-5%
17 ANHEUSER-BUSCH	5%	39 DIACEO	-6%
18 BALSTON PURINA RAL-PUR CP	5%	40 SAKA LEE CORP.	-7%
19 GENERAL MILLS	4%	41 FINISCO	-9%
20 PHILIP MORRIS	4%	42 QUAKER OATS	-11%
21 FOSTERS BREWING CP.	4%	43 HERO B'	-12%
22 CADBURY SCHWEPPES	4%		

Als Grundlage für die Kennziffer dient uns die jährliche Veränderung in den Aktiven, über mehrere Jahre gerechnet. Mit dem Mehrjahresvergleich fangen wir auch bei der Beurteilung der Wachstumsdynamik Sondereinflüsse wie atypische Abschreibungen, allfällige Aufwertungen, Abspaltungen von Unternehmensteilen und dergleichen weitgehend ab. – Philip Morris landet bezüglich Wachstum etwa im Mittelfeld.

9. Künftiger Gewinn – zu welchem Preis?

Nun geht es darum, die einzelnen Ranglisten zu einem Gesamt-Ranking zusammenzuführen. Bei Wegelin verwenden wir dabei ein auf die spezifischen Charakteristika der einzelnen Branchen abgestimmtes Gewichtungsschema. Nicht in jedem Wirtschaftssektor ist beispielsweise die Margenfrage gleich relevant. Auch das Wachstum der Aktiven gilt es je nach Branche unterschiedlich zu gewichten. In bestimmten Sektoren taugen gar be-

stimmt Kennzahlen überhaupt nicht. So kann man im Finanzsektor mit Umsatz oder mit dem Wachstum der Aktiven kaum etwas Gescheites anfangen. An die Stelle dieser Indikatoren treten der „Return On Assets“ oder das Wachstum der Eigenmittel. – In der Nahrungsmittelbranche landet Philip Morris insgesamt auf Platz vier.



Wir sind immer noch auf der Suche nach dem Ei bzw. nach Unternehmungen, die trotz höchst turbulenten Strukturveränderungen mit hoher Wahrscheinlichkeit in Zukunft (weiterhin) Gewinn erwirtschaften werden. Zu jedem Preis wollen wir diesen künftigen Gewinn aber nicht erwerben. Wir unterstellen also, dass selbst die relativ effizienten Finanzmärkte doch nicht ganz so effizient sind, als dass man nicht „zu teuer“ oder aber schön „billig“ einkaufen könnte. Zur Beurteilung, ob man sich für künftiges Wachstum im oberen oder im unteren Preissegment bewegt, führen wir eine letzte Kennzahl ein. Auf den ersten Blick mag wiederum erstaunen, dass wir dabei auf das früher vielfach geschmähte Kurs-Gewinn-Verhältnis zurückgreifen. Unsere Kritik an der Kennzahl ergab sich in erster Linie aus dem Umstand, dass namentlich auf dem Kontinent der „Gewinn“ eine ausserordentlich manipulierbare Grösse ist. Wenn man aber weltweit operieren will, steht kaum eine andere brauchbare Kennzahl zur Verfügung. Wir müssen also die „zweitbeste“ Lösung akzeptieren. Indem wir das Kurs-Gewinn-Verhältnis durch das prognostizierte Gewinnwachstum pro Aktie teilen, entschärft sich die Problematik ohnehin. Der erhaltene Quotient heisst PEG-Ratio, was für „Price-Earnings Growth Ratio“ steht.

Das Gewinnwachstum ist eine Schätzzahl. Wir stützen uns auf den Konsens der weltweiten Analystengemeinschaft ab. Die Zahl ist sicher nicht richtig, aber vermutlich auch

selten ganz daneben. Also wiederum eine „zweitbeste Lösung“. Am Resultat ändert sich aufgrund etwas höherer oder etwas tieferer Schätzungen aber auch gar nicht so viel, wenn man die PEG-Ratio lediglich als Indikator für „teuer“ oder „billig“ nimmt und nicht meint, die zweite Stelle nach dem Komma sei auch noch wichtig.

Unternehmen	Punkte (% von Alex J)	Est PE	Est EGW (%)	Est PEG
1 GENERAL MILLS INC	81	19.42	9.89	1.98
2 WRICLEY (W.M.) INC	70	24.86	16.97	2.29
3 KONDINKENUMICO NV	70	23.35	16.61	2.54
4 PHILIP MORRIS COMPANIES INC	70	7.69	11.04	0.69
5 QUAKER OATS CO	71	21.20	16.32	2.10
6 HEINEKEN NV	66	22.26	16.00	3.34
7 ANHEUSER-BUSCH COS INC	67	23.95	9.92	2.34
8 CAMPBELL SOUP CO	67	16.41	9.57	1.72
9 NESTLE SCS	65	23.05	10.59	2.18
10 COCA-COLA COMPANY	63	33.70	13.27	2.54
11 UNILEVER PLC	64	16.12	9.08	1.79
12 ITO EN LIMITED	63	64.24	11.00	5.82
13 SYSCO CORP	63	20.28	13.39	2.27
14 NESTLE SA-REGISTRED	62	23.74	8.88	2.61
15 ALFALFA SA	62	11.84	17.96	0.66
16 PEPSICO INC	59	22.46	13.05	2.11
17 LINDY & SPRUENGLI AG R	59	23.49	11.27	2.09
18 SOUTH AFRICAN BREWERIES PLC	57	12.18	8.60	1.52
19 SARA LEE CORP	54	15.12	11.18	1.17
20 CADBURY SCHWITZER PLC	54	19.81	9.69	2.09
21 UNILEVER NY CVA	51	15.72	8.39	2.24
22 KELLOGG CO	52	16.67	9.19	1.82
23 RALSTON-RALSTON PURINA GROUP	51	17.62	11.80	1.50
24 HENZELI CO	50	14.93	9.62	1.51
25 FOSTER'S BREWERY GROUP LTD	50	12.72	11.33	0.98
26 BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	48	7.19	9.68	0.79
27 HERSCO BEARER	48	13.95	7.36	1.89
28 BAPFOL TOBACCO INC	44	36.82	14.52	2.46
29 ARCHER-DANIELS-MIDLAND CO	49	15.24	10.77	1.52
30 KINGSBURY INC	49	12.61	10.84	1.16
31 FRENCH-RECARD	39	12.69	8.80	1.47
32 GOSWIFFER DRAGONE	38	24.17	11.47	2.11
33 COCA-COLA ENTERPRISES	37	28.86	23.36	1.15
34 TAIKARA SHUZO COMPANY LTD	37	n.a.	n.a.	n.a.
35 TATE & LYLE PLC	36	7.41	8.54	1.24
36 OKURA ASA	36	15.80	12.80	1.32
37 CHEMIVIAN RICHMONT LTD A	36	15.22	12.41	1.45
38 BEAGRAM CO LTD	31	n.a.	n.a.	n.a.
39 KIRIN BREWERY CO LTD	27	36.05	14.60	2.41
40 ASAHI BREWERIES LTD	26	50.10	46.89	1.09
41 JENCOFOTOCO INC	25	53.68	21.89	2.54
42 DRAGEE PLC	25	14.29	10.59	1.44

Wie funktioniert nun die Kennzahl? Nehmen wir an, bei einer Firma wie Philip Morris seien die Earnings hoch und der Kurs der Aktie tief. Dann resultiert ein tiefes Kurs-Gewinn-Verhältnis. Teilt man diese tiefe Zahl durch einen hohen Nenner, d.h. durch eine hohe Wachstumsschätzung, dann resultiert eine geringe PEG-Ratio. Oder gleichbedeutend: Für hohes Wachstum muss man einen vergleichsweise tiefen Preis zahlen. Je tiefer das PEG, desto „billiger“ die Aktie. Die Kennzahl ist insofern auch finanztheoretisch unbedenklich, als ja im Aktienkurs nach dem Dividend Discount Model (DDM) ebenfalls künftige Gewinne „versteckt“ sind.

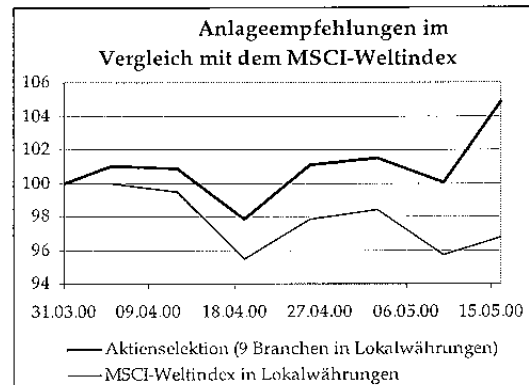
Aus der Tabelle fällt auf, dass Philip Morris mit einem PEG von knapp 0.7 deutlich absticht gegenüber, beispielsweise, einer Unternehmung wie Heineken, die zwar über ein fast ebenso formidables Ranking verfügt, aber auch deutlich „teuer“ ist. Unser Liebling Nestlé schneidet zwar insgesamt recht gut ab, das Kurs-Gewinn-Verhältnis erscheint aber im Vergleich zu den Gewinnschätzungen als relativ hoch. Es resultiert ein hohes PEG.

10. Und was bringt's?

Es wäre in hohem Masse unkorrekt, dem Leser diesen mühsamen Gang durch eine Welt von Zahlenreihen und Quotienten zugemutet zu haben, ohne am Schluss zu zeigen, dass sich die Mühen der „grundlegenden ökonomischen Hausaufgaben“ auch lohnen. Was wir im vorliegenden Anlagekommentar anhand eines einzelnen Sektors, der Nahrungsmittelbranche, demonstriert haben, führt unser Bankhaus laufend in insgesamt neuen Bereichen der globalen Wirtschaft durch. Es werden also etwa 400 Unternehmungen bezüglich ihrer erwirtschafteten Resultate und ihrer Bewertung an der Börse ausgewertet. Man muss sich der Bedeutung der auf diese Weise zusammengestellten Liste bewusst sein. Es handelt sich möglichst weitgehend *nicht* um eine nach *subjektiven* Gefühlen und Vermutungen zustandekomme Selektion. Vielmehr unterziehen wir ganz einfach einen Teil der Weltwirtschaft dem *objektiven* Test des (zugegebenermassen nach unseren Kriterien bestimmten) künftigen Gewinnpotentials. Das ist quantitative Selektion.

Selbstverständlich schliesst das Vorhandensein einer solchen Liste nicht aus, dass nun nach anderen, ökonomischen oder auch gefühlsmässigen, Gesichtspunkten eine weitere, allenfalls auch völlig andere („qualitative“) Selektion stattfinden kann. Wenn wir beispielsweise im letzten Anlagekommentar Nr. 200 darauf hingewiesen haben, dass künftig die Fähigkeit der Unternehmungen, sich von vertikalen Strukturen lösen zu können, für den weiteren Erfolg entscheidend sein wird, dann handelt es sich um solch ein zusätzliches Kriterium. Dennoch: Mit der Vorselektion bezüglich künftigen Gewinnpotentials verfügen wir nun über eine Liste derjenigen Firmen, die einen solchen (wahrscheinlichen!) Strukturwandel wenigstens finanziell auch überstehen können...

Wir haben unsere Empfehlungen von Ende März 2000, also seit wir die Selektionsmethode praktisch anwenden, einem Benchmarkvergleich unterworfen. Das Resultat lässt sich sehen. Bis Mitte Mai hat unsere Aktienselektion, bei der wir aus den neun von uns definierten Branchen jeweils die drei fundamental besten Unternehmungen (d.h. die „besten“ und gleichzeitig „billigsten“) ausgewählt hatten, deutlich besser abgeschnitten als der weltweite Index MSCI in entsprechenden Landeswährungen.



Gewiss, der Beobachtungszeitraum ist kurz. Aber wir haben auch analog positives Back-Testing-Material auf Jahre zurück. Selbstverständlich werden wir auch weiter an unserem Ranking-System herumfeilen und es dem Strukturwandel laufend anpassen.

So wird sich die Nahrungsmittelbranche verändern, wenn vermehrt business-to-business-Technologie zur Anwendung gelangt. Unser Kennzahlenset darf nie konstant bleiben, sondern muss stets den sich ändernden Verhältnissen angepasst werden. Dasselbe gilt für die anderen Branchen. Der Pharmabereich wird sich im Lichte der Biotechnologie völlig neu strukturieren. In den meisten Sektoren werden vertikale Organisationsformen verschwinden. Dennoch, oder vielmehr: gerade deswegen muss der Anleger als *Investor in künftige Gewinne* dabei sein! Mittels konsequenter ökonomischer Logik versuchen wir, die Annäherung an das künftige Gewinnpotential immer wieder zu schaffen.

KH, 22.5.2000