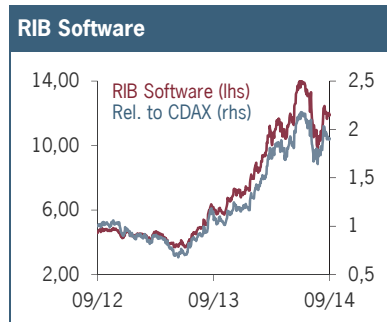


Aktien

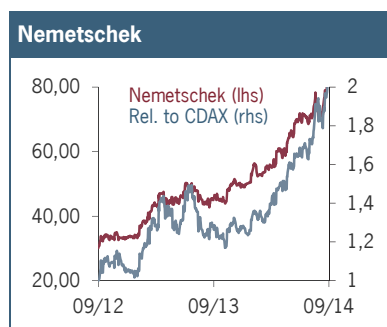
Familienunternehmen

- Scoring-Modell gestütztes Auswahlverfahren -

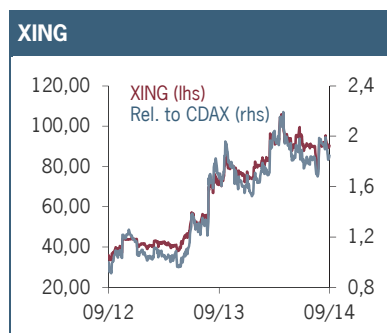
- Fokus auf Familienunternehmen:** Diese Studie befasst sich mit europäischen, börsennotierten Familienunternehmen und untersucht sie im Hinblick auf ihre Eignung als mögliches Investment. Dazu haben wir aus einer Grundgesamtheit von 1.111 Aktien zunächst 79 Unternehmen herausgefiltert und diese dann mit einem Scoring-Modell anhand von sechs Kriterien über den Zeitraum 2009 – 2015E bewertet. Damit ist auch die kurzfristige, zukünftige Entwicklung in die Analyse einbezogen. Als Ergebnis haben wir so eine „Hitliste“ generiert. Die ersten zehn Unternehmen sind in der Tabelle unten aufgeführt.
- Besondere Eigenschaften der Familienunternehmen:** Die Analyse fördert einige grundlegende Eigenschaften von Familienunternehmen zutage. So ist ein starkes Unternehmenswachstum oft auch von einer steigenden Marktkapitalisierung begleitet. Sie haben mit 42,1% (Medianwert) eine überdurchschnittlich hohe Eigenkapitalausstattung. Die Abhängigkeit von Banken wurde offensichtlich reduziert. Familienunternehmen haben die Finanzkrise 2008 gut überstanden. Bezogen auf die EBIT-Marge wurde nach nur zwei Jahren das Vorkrisenniveau wieder erreicht.
- Einzelergebnisse – unsere Favoriten:** RIB Software (Software für die Bauindustrie) führt die Hitliste mit 50 Punkten von max. 60 Punkten an. Das Unternehmen überzeugt durch ein dynamisches Umsatzwachstum, eine sehr solide Eigenkapitalquote und eine Nettoliquiditätsposition. Zum 22.09.2014 wird die Aktie in den TecDax aufgenommen, was zu einer erhöhten Aufmerksamkeit führen sollte. Nemetschek (Architektur- u. Konstruktionssoftware) erreicht mit 47 Punkten ebenfalls eine sehr hohe Punktzahl. Nemetschek hat eine hohe EK-Quote (65%), mit 17% eine solide EBIT-Marge und ebenfalls eine Nettoliquiditätsposition.



Quelle: Datastream



Quelle: Datastream



Quelle: Datastream

Unsere Gewinner

Unternehmen	Umsatzwachstum	EK-Quote	EBIT-Marge	Cash Conversion	Net Gearing	KGVBewertung
RIB Software AG	20,0%	81,7%	26,9%	1,1	-0,5	25,2
Nemetschek AG	9,2%	65,3%	16,9%	1,2	-0,4	16,9
XING AG	16,1%	53,9%	19,6%	1,6	-1,1	29,1
Swatch Group Ltd. Bearer	15,1%	82,3%	22,4%	0,8	-0,2	16,7
Wacker Neuson SE	14,8%	72,2%	8,8%	1,1	0,2	13,3
Dassault Systemes SA	12,6%	62,3%	24,7%	1,0	-0,5	28,5
Antofagasta plc	13,5%	54,3%	49,1%	0,8	-0,2	19,0
Fresnillo plc	14,7%	68,3%	48,9%	0,9	-0,3	28,5
Tenaris S.A.	7,6%	71,3%	20,8%	1,0	-0,1	16,3
Hennes & Mauritz AB Class B	11,2%	73,6%	17,9%	0,9	-0,4	22,2

Datum Schlusskurs 10. September 2014

Quelle: FactSet, BHF-BANK

Winfried Becker

Equity Research

Tel.: +49 69 718-2929

E-mail: winfried.becker@bhf-bank.com

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	4
Zusammenfassung der Ergebnisse	5
Auswahlprozess bei börsennotierten Familienunternehmen	10
Beschreibung der Grundgesamtheit.....	11
Festlegung von Kriterien.....	12
Auswahlprozess mittels Scoring-Modell.....	14
– <i>Auswertung anhand von Einzelkriterien</i>	15
– <i>Zusammenfassung der Ergebnisse</i>	24
Definition und Charakteristika von Familienunternehmen	28
Definition der Familienunternehmen.....	28
Charakteristika von Familienunternehmen.....	31
– <i>Umsatzentwicklung</i>	32
– <i>Eigenkapital und Ertrag</i>	32
– <i>Risiken: Konflikte und Nachfolgeregelung</i>	32
Erfolgsfaktoren von Familienunternehmen.....	33
– <i>Der Weg zur Marktführerschaft</i>	33
– <i>Innovationskraft</i>	34
– <i>Weitere Besonderheiten</i>	35
Anhang	36
Gesamtübersichten.....	36
Unternehmensprofile.....	50
– <i>RIB Software AG</i>	51
– <i>Nemetschek AG</i>	52
– <i>XING AG</i>	53
– <i>Swatch Group Ltd. Bearer</i>	54
– <i>Wacker Neuson SE</i>	55
– <i>Dassault Systemes SA</i>	56
– <i>Antofagasta plc</i>	57
– <i>Fresnillo plc</i>	58
– <i>Tenaris S.A.</i>	59
– <i>Hennes & Mauritz AB Class B</i>	60
– <i>Hermes International SCA</i>	61
– <i>Industria de Diseno Textil, S.A.</i>	62
– <i>RATIONAL AG</i>	63
– <i>Societe BIC SA</i>	64
– <i>SMA Solar Technology AG</i>	65
– <i>ElringKlinger AG</i>	66
– <i>Gerry Weber International AG</i>	67

– Bechtle AG.....	68
– Carl Zeiss Meditec AG.....	69
– Fielmann AG.....	70
– Fuchs Petrolub SE Pref.....	71
– Dürr AG.....	72
– HORNBACH-Baumarkt-AG.....	73
– Merck KGaA.....	74
– Kronos AG.....	75
– Axel Springer SE.....	76
– KSB AG Pref.....	77
– Software AG.....	78
Literatur:.....	79

Einleitung

In Deutschland werden Familienunternehmen oft als das Rückgrat der Wirtschaft angesehen. In dieser Gruppe von Unternehmen befinden sich zahlreiche Weltmarktführer, die das Licht der Öffentlichkeit scheuen und gerne im Verborgenen agieren. Manche sehen ihren langjährigen Erfolg sogar teilweise auch darin begründet. Eine Reihe von Verbänden, Stiftungen, Hochschulen und Institutionen beschäftigen sich aus unterschiedlichen Blickwinkeln mit diesem reizvollen Thema. Wir befassen uns in dieser Studie ausschließlich mit börsennotierten Familienunternehmen und untersuchen sie bzw. ihre Aktien im Hinblick auf ein lohnendes Investment. Einhergehend mit der langfristig angelegten Strategie vieler Unternehmen eignet sich diese Gruppe auch eher für eine langfristige Kapitalanlage.

Im allgemeinen Teil der Studie (siehe Kapitel Definition und Charakteristika von Familienunternehmen) stellen wir zunächst unsere eigene Definition für Familienunternehmen vor. Darüber hinaus beschreiben wir einige ausgewählte, allgemeingültige Eigenschaften, Besonderheiten und Erfolgsfaktoren dieses Unternehmenstyps.

Im Schwerpunktteil der vorliegenden Studie (siehe Kapitel Auswahlprozess bei börsennotierten Familienunternehmen) wird ein möglicher Auswahlprozess anhand eines selbst entwickelten Punktwertverfahrens (synonym auch Scoring-Modell) dargestellt. Am Ende dieses Prozesses steht eine Hitliste von Unternehmen nach den von uns gewählten Kriterien.

Als Ausgangspunkt für unsere Analyse haben wir die drei Indizes STOXX Europe600, CDAX und GEX mit aktuell insgesamt 1.111 Aktien ausgewählt. Damit bezieht sich die Analyse auf europäische Aktien. In einem mehrstufigen Selektionsprozess wurde aus dieser Grundgesamtheit zunächst eine Shortlist von 79 börsennotierten Familienunternehmen herausgefiltert. Diese Unternehmen werden dann mit Hilfe eines sechs Kriterien umfassenden Scoring-Modells bewertet. Die datenbankgestützte Auswertung umfasst den Zeitraum 2009 bis 2015E und ist damit nicht nur vergangenheitsorientiert, sondern bezieht die voraussichtliche künftige Unternehmensentwicklung mit in die Betrachtung ein. Ein komplexer Entscheidungsprozess wird damit transparenter und nachvollziehbarer. Die aus unserer Sicht interessantesten Unternehmen haben wir dann genauer analysiert und ein Unternehmensprofil erstellt.

Unsere Analyse basiert nicht in jedem Einzelfall, insbesondere bei den ausländischen Unternehmen, auf einer detaillierten Fundamentalanalyse für jedes einzelne Unternehmen, die dazugehörigen Wettbewerber und die Branche. Die gewonnenen Erkenntnisse basieren überwiegend auf den Ergebnissen des Scoring-Modells.

Zusammenfassung der Ergebnisse

In der Gruppe von Familienunternehmen finden sich auch zahlreiche sogenannte „Hidden Champions“, die schon häufig Gegenstand verschiedenartiger Untersuchungen waren und sind¹. Dabei wird oft der Frage nachgegangen, welche Faktoren den Erfolg dieser Unternehmen begründen bzw. was sie von den Nicht-Familienunternehmen unterscheidet. Ein wesentliches Merkmal der Familienunternehmen ist die **Einheit von Eigentum und Führung**. Sie sind damit nicht dem Principal-Agent-Konflikt ausgesetzt. Ausgehend von diesem ganz zentralen Merkmal haben wir für die Zwecke dieser Analyse nachfolgende Definition erarbeitet. Zwei der nachfolgenden drei Kriterien müssen erfüllt sein, damit es sich um ein Familienunternehmen handelt (siehe Kapitel Definition und Charakteristika von Familienunternehmen):

- Mitglieder der Gründerfamilie oder deren Nachfahren halten direkt oder indirekt mindestens 25% am stimmberechtigten Kapital
- Mitglieder der Gründerfamilie oder deren Nachfahren arbeiten aktiv in der Unternehmensführung mit
- Mitglieder der Gründerfamilie oder deren Nachfahren sind aktiv in einem Kontrollgremium vertreten.

Zahlreiche der hier analysierten Unternehmen verfügen über eine langjährige Unternehmenshistorie und haben schon so manche Konjunkturkrise überstanden. Andere haben sich über viele Jahre in die Position eines Weltmarktführers emporgearbeitet. Eine einzige, allgemeingültige Erfolgsstrategie konnten wir nicht identifizieren. Neben anderen wichtigen Faktoren halten wir, abgeleitet aus unserer Analyse, vier Merkmale für besonders wichtige Erfolgskriterien:

- Eine überdurchschnittliche Eigenkapitalausstattung
- Eine nachhaltig hohe Ertragskraft
- Betonung des Umsatzwachstums
- Fokus auf Innovationskraft

Bezogen auf Deutschland stieg nach einer Studie des BDI² die Eigenkapitalquote (EK-Quote) von Familienunternehmen von 33,6% (2009) auf 36,5% (2012), verglichen mit einem Bundesdurchschnitt von 27,5% auf der Grundlage einer Bundesbankauswertung. Für die Auswahl unserer 79 europäischen Unternehmen liegt der Medianwert 2009 bis 2015E sogar bei 42,1%. Die Unternehmenslenker messen auch der Ertragskraft eine hohe Bedeutung zu. Bei vielen Unternehmen hat sie sich nach der Finanzkrise 2008 wie-

¹ Stiftung Familienunternehmen (Hrsg.), Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland, bearbeitet vom Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) der Technischen Universität München (TUM), Oktober 2009; dort Verweis auf weitere Studien

¹ Hidden Champions, Die Erfolgsstrategien unbekannter Weltmarktführer, Simon, Hermann, Campus-Verlag, Frankfurt am Main, 2007

² Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI), Deutsche Bank AG, Die größten Familienunternehmen in Deutschland, Daten, Fakten, Potenziale, Studie durchgeführt vom Institut für Mittelstandsforschung Bonn, November 2013

der deutlich verbessert. Für die 79 Unternehmen in unserer Untersuchung liegt der Medianwert der EBIT-Marge bei beachtlichen 12,3%.

In Zeiten der Globalisierung bieten sich für viele Unternehmen interessante Wachstumsperspektiven auf ausländischen Märkten. Mit wachsenden Umsätzen sind häufig auch steigende Marktanteile verbunden. Aus Investorensicht ist dabei ein interessanter Aspekt, dass Umsatzwachstum oft mit einer steigenden Marktkapitalisierung des betreffenden Unternehmens verbunden ist. Das Umsatzwachstum steht teilweise in einem engen Zusammenhang mit der Innovationkraft eines Unternehmens. Erfolgreiche Unternehmen sehen den Markt und die Technik als gleichstarke Antriebskräfte für Innovationen an. Dieses Kriterium kann z.B. an der Zahl der Patente gemessen werden.

Zu den besonderen Risiken, denen Familienunternehmen ausgesetzt sein können, zählen wir u.a. die generationenübergreifende Nachfolgeregelung. Dies wird bei vielen Unternehmen altersbedingt in den nächsten Jahren verstärkt relevant. Daher ist jeder Eigentümer gut beraten, dieses Thema rechtzeitig anzugehen und zu lösen.

Die Eigenkapitalausstattung, die Ertragskraft und das Umsatzwachstum sind auch Kriterien, die wir in unserem Scoring-Modell näher analysiert haben. Das Kriterium Innovation konnte anhand der Datenbankanalyse nicht tiefergehend analysiert werden.

Für unser Scoring-Modell haben wir die nachfolgenden sechs Kriterien festgelegt:

- Umsatzwachstum
- Eigenkapitalquote
- EBIT-Marge
- Cash Conversion Rate
- Net Gearing
- KGV-Bewertung

Eine Begründung, warum wir diese Kriterien herangezogen haben, findet sich im dem Kapitel „Festlegung von Kriterien“. Das Scoring-Modell wird im Detail im Kapitel „Auswahlprozess mittels Scoring-Modell“ erläutert. Grundsätzlich gilt darin die Regel, dass ein Unternehmen z.B. für eine hohe Eigenkapitalquote, eine hohe EBIT-Marge oder eine niedrige Nettoverschuldung eine hohe Punktzahl bekommt und umgekehrt. Die Punktzahlen für die einzelnen Kriterien werden aufaddiert und zu einer Gesamtpunktzahl verdichtet. Welche Erkenntnisse im Detail sich hinter den vergebenen Punktzahlen verbergen, ist im Hauptteil der Studie nachzulesen. Am Ende des Prozesses ergibt sich eine „Hitliste“ der 79 untersuchten Unternehmen. Nachfolgend haben wir die wichtigsten Erkenntnisse zu den Einzelkriterien aufgeführt. Sie beziehen sich auf die Auswahl der 79 Unternehmen (siehe Tabellen im Anhang). Das imaginäre Durchschnittsunternehmen (CAGR, Medianwerte 2009 – 2015E) hat danach folgendes Profil:

- Durchschnittliche, jährliche Umsatzwachstumsrate von 7,0%
- EK-Quote von 42,1%
- EBIT-Marge bei 12,3%
- Cash Conversion Rate genau bei 1,0
- Net Gearing bei 0,2
- Aktuelles KGV bei 18,9

Umsatzwachstum:

- Jährliches durchschnittliches Umsatzwachstum 2009 – 2015E: CAGR: +7,0% p.a.
- Hohe Umsatzwachstumsraten oft nur mit Hilfe von Akquisitionen realisierbar und begleitet von steigender Marktkapitalisierung
- Konsumnahe Unternehmen (Dufry (+19,8%), Sports Direct (+15,6%), Hermès (+15,5%)) sind in der Spitzengruppe überdurchschnittlich vertreten
- Nur vier Unternehmen müssen einen Umsatzrückgang ausweisen: Kering (-6,7%), Ferrovial (-4,9%), Mediaset (-0,8%), Metro (-0,3%)

Eigenkapitalquote:

- Mit durchschnittlich 42,1% (Median) haben die Familienunternehmen insgesamt eine solide Eigenkapitalausstattung; die Spanne reicht von 82,3% (Swatch Group) bis 13,3% (Fiat S.p.A.)
- Eine hohe Eigenkapitalquote ist nicht zwingend mit einer niedrigen Ausschüttungsquote und spiegelbildlich mit einer hohen Gewinnthesaurierung verbunden
- Eine überdurchschnittliche Eigenkapitalquote ist im Sektor Bekleidung/Schuhe (Hennes & Mauritz (73,6%); Hermès (73,3%); TOD'S (71,9%); G. Weber (70,3%)) zu beobachten

EBIT-Marge:

- 2009 – 2015E: Mittelwert: 14,1%; Median: 12,3%
- Die margenstärksten Unternehmen sind rohstoffnahen Bereichen zuzuordnen: Antofagasta (vor allem Kupferminen): 49,1%; Fresnillo (vor allem Silberproduzent): 48,9%;
- Softwarebranche ebenfalls mit überdurchschnittlichen Margen: RIB Software: 26,9%; Dassault Systems: 24,7%
- Familienunternehmen haben die Finanzkrise 2008 gut überstanden; nach zwei Jahren wurde das Vorkrisenniveau im Durchschnitt wieder erreicht

Cash Conversion Rate:

- 2009 – 2015E: Mittelwert: 1,4; Median: 1,0 (1,0 ist der Wert, bei dem sich operativer Cash Flow und EBIT entsprechen)
- Familienunternehmen zeigen generell eine solide Cash Flow Generierung
- Lediglich bei vier von 79 Unternehmen (Metro, SMA Solar, Biotest, OCI) treten einmalig, jeweils im Geschäftsjahr 2013, negative Cash Flows auf
- Stetige Cash Flows kommen aus den Bereichen Anlagenbau, Telekommunikation und aus dem Mediensektor

Net Gearing:

- 2009 – 2015E: Mittelwert: 0,28; Median: 0,19 (negative Werte = Nettoliquidität)

- Von den 79 Unternehmen haben 46 eine Nettoverschuldung und 33 eine Netto-Liquiditätsposition
- Spannweite reicht von XING (Internet/Software) mit -1,14 bis zu Wendel (Beteiligungsholding) mit 2,66
- Unternehmen haben nach der Finanzkrise 2008 ihre Abhängigkeit von Banken reduziert und ihre Verschuldung zurückgefahren

KGV-Bewertung:

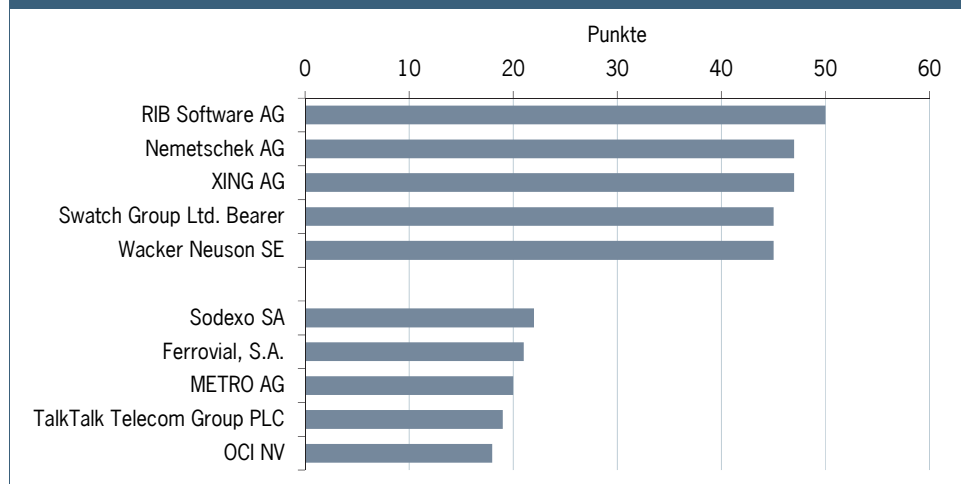
- 2009 – 2015E: Medianwert:18,9 (Mittelwert nicht so aussagefähig)
- Bandbreite der Bewertung reicht aktuell von 57,9 (Lundin) bis 8,0 (VW)
- Aktuelle KGV-Bewertung deutlich unter dem Median: CompuGroup, Merck, Software AG, Metro, Antofagasta, Krones
- Aktuelle KGV-Bewertung deutlich über dem Median: Lundin Petroleum, Mediaset, Talk Talk Telecom, Ferrovial, Fresnillo, ArcelorMittal, Biotest, RIB Software

Gesamtbewertung:

Im abschließenden finalen Schritt haben wir alle Teilergebnisse je Unternehmen zu einem Gesamtergebnis konsolidiert. Dabei haben alle sechs Kriterien das gleiche Gewicht. Die ersten fünf bzw. die letzten fünf Unternehmen sind in Abb.1 dargestellt.

- Software/IT-Unternehmen führen die Hitliste an: RIB Software, Nemetschek und mit etwas Abstand Dassault Systems
- Konsumgüter-Unternehmen sind ebenfalls überdurchschnittlich in der Spitzengruppe vertreten: Swatch, H&M, Hermès, Inditex
- Generell legen die Familienunternehmen seit einigen Jahren Wert auf eine solide Eigenkapitalausstattung

Abb. 1 Gesamtübersicht: TOP fünf und Schlusslichter



Quelle: FactSet, BHF-BANK

Die Unternehmen in der Spitzengruppe liegen nach den Punktzahlen sehr eng beieinander. RIB Software kann dreimal die höchste Punktzahl erreichen (Umsatzwachstum, EK-Quote, Net Gearing), bekommt aber bei der KGV-Bewertung nur eine niedrige Punktzahl. Nemetschek dagegen erreicht in keinem Kriterium die maximale Punktzahl, ist jedoch bei allen Kriterien stets in Vordergrund zu finden und hat insofern eine sehr ausgeglichene Bewertung. Innerhalb der Software/IT-Gruppe bildet die Software AG mit 34 Punkten das Schlusslicht. Das Unternehmen hat ein vergleichsweise geringes Umsatzwachstum und schneidet bei der Cash Conversion Rate nicht gut ab.

Bei den Unternehmen des konsumnahen Bereichs erreicht Swatch die höchste Punktzahl. Wie das Beispiel Hennes & Mauritz im Bereich Bekleidung zeigt, kann man auch im Niedrigpreissegment Erfolg haben. Fielmann aus Deutschland gründet seinen Erfolg auf attraktive Preise und auf die Qualität in der Beratung und den Service. Insgesamt erreicht Fielmann 37 Punkte. Fielmann ist in Deutschland Marktführer mit einem Anteil von 51% und wird in den kommenden Jahren weiter vom demografischen Wandel profitieren.

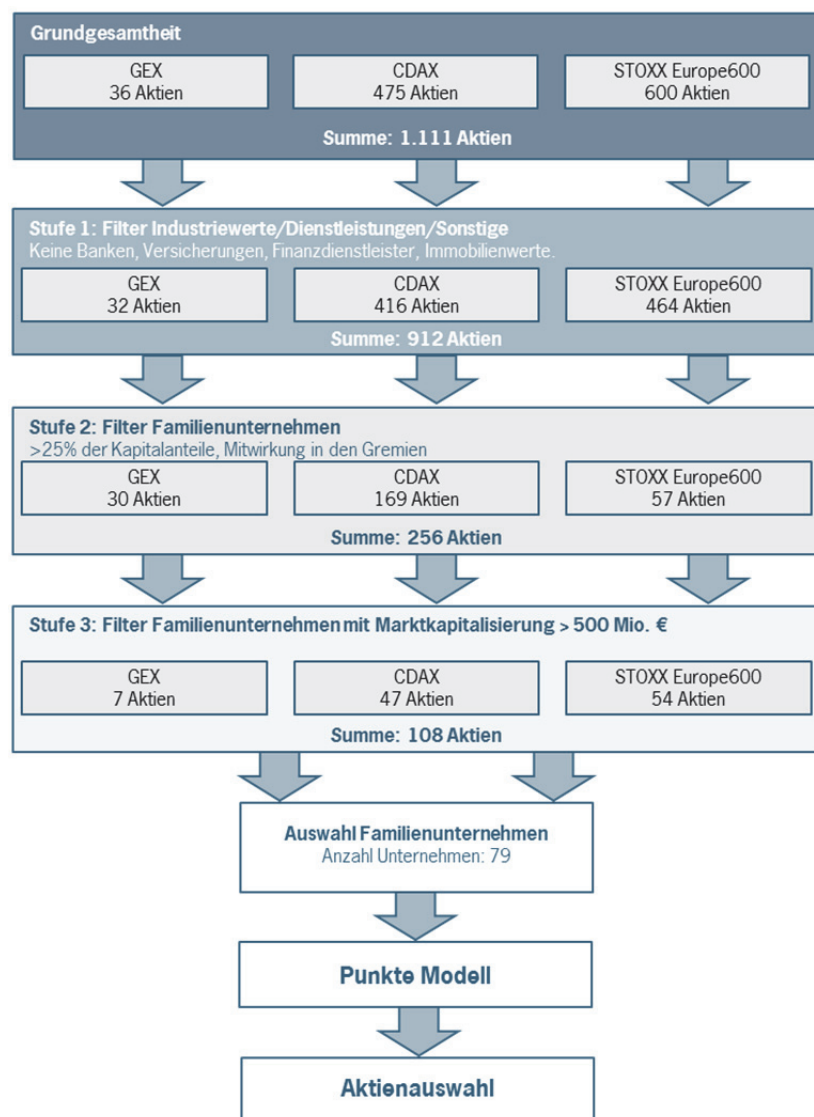
Bei den letzten fünf Unternehmen der Hitliste finden wir keine Branchenkonzentration. Mit Metro (-0,3%) und Ferrovial (-4,9%) haben zwei Unternehmen sogar ein rückläufiges Umsatzwachstum (CAGR 2009 – 2015E). Die Eigenkapitalquoten liegen bei allen deutlich unter dem Durchschnitt von 42,1%; hier bildet OCI mit 16,9% das Schlusslicht. Zudem liegt die KGV-Bewertung zum Teil deutlich über dem Durchschnitt. Auch hier schneidet OCI mit 30,0 am schlechtesten ab.

Allein auf der Grundlage der Auswertung des Scoring-Modells sollten keine konkreten Investitionsentscheidungen getroffen werden. Hierzu ist eine vertiefende Analyse mit dem jeweiligen Unternehmen notwendig. Aus diesem Grund haben wir einige interessante Unternehmen weitergehend analysiert und dazu Unternehmensprofile erstellt.

Auswahlprozess bei börsennotierten Familienunternehmen

Innerhalb des gesamten Anlageuniversums können Familienunternehmen interessante Kapitalanlagen sein. Dabei kann sich ein potenzieller Investor über verschiedene Wertpapierklassen wie Aktien, Anleihen, Schuldscheinen oder auch Genussscheinen bei diesen Unternehmen engagieren. Wir gehen im weiteren Verlauf nur auf die Wertpapierklasse Aktien ein und beschränken uns auf Europa.

Abb. 2 Auswahlprozess Familienunternehmen



Quelle: BHF-BANK

In diesem Teil der Studie beschreiben wir zunächst unsere Vorgehensweise im Überblick und beginnen mit einigen wichtigen Informationen zu unserer Grundgesamtheit von Aktien. Nach der Beschreibung unseres dreistufigen Selektionsprozesses erläutern wir die

Auswahl unserer sechs Selektionskriterien innerhalb unseres Punktwertverfahrens (synonym auch Scoring-Modell). Bei der Auswahl der Kriterien steht die Fundamentalanalyse eindeutig im Vordergrund. Im Hauptteil dieses Kapitels zeigen und analysieren wir die Ergebnisse dieses Auswahlprozesses und stellen einige interessante Aktien vor.

Beschreibung der Grundgesamtheit

Als Grundgesamtheit haben wir die drei bekannten Indizes STOXX Europe600, CDAX und GEX ausgewählt. In diesen drei Indizes sind derzeit insgesamt 1.111 Aktien gelistet. Die Zahl der Unternehmen ist geringer, da einige Unternehmen (z.B. Henkel, Drägerwerk, Fuchs Petrolub, RWE) über mehrere Aktienkategorien verfügen und darüber hinaus Unternehmen (z.B. VW, A. Springer, Wacker Chemie) in mehreren Aktienindizes vertreten sind. Darauf wird später noch eingegangen.

Abb. 2 auf Seite 10 zeigt unseren gesamten Auswahlprozess im Überblick. In Stufe eins filtern wir die Industriewerte/Dienstleistungen/Sonstige heraus und verzichten damit auf eine Analyse von Banken, Versicherungen, Finanzdienstleistern und Immobilienunternehmen. Da sich die Darstellung der Jahresabschlüsse dieser letztgenannten vier Gruppen von denen der anderen Unternehmen unterscheidet, ist eine gesamthafte Datenbankauswertung nicht sinnvoll und möglich. Auch müssten die Selektionskriterien jeweils anders gewählt werden. Nach dieser ersten Filterung verbleiben noch insgesamt 912 Aktien. Wie die Zahlen in Abb.2 zeigen, reduziert sich die Anzahl in allen drei Indizes. Im STOXX Europe600 fallen mit 136 Aktien (23% des Index) am meisten Werte heraus. Der CDAX wird um 12% und der GEX um 11% verkleinert.

In der zweiten Stufe filtern wir die Familienunternehmen heraus. Dabei kommt unsere eigene Definition wie auf Seite 30 beschrieben zur Anwendung. Es verbleiben danach noch 256 Aktien oder 23% der Grundgesamtheit. Im GEX fallen nach unserer Definition mit Adler Modemärkte und Homag zwei Unternehmen heraus. Die Adler Modemärkte AG wurde in Juni 2013 von der Steilmann-Gruppe und dem Finanzinvestor Equinox übernommen und nach Abschluss der Transaktion kontrollieren beide Unternehmen über die S&E Kapital GmbH 58,69% der Anteile. Adler wird bei Steilmann konsolidiert. Damit sind die Gründer oder deren Nachfahren nicht mehr mit 25% oder mehr am Kapital beteiligt. Das Engagement von Steilmann und Equinox ist u.E. als strategisches Investment zu qualifizieren. Bei der Homag AG hat sich der Status nach der erfolgten Übernahme durch die Dürr-Gruppe ebenfalls geändert. Die Familie Schuler ist nach Abgabe von Homag-Anteilen an Dürr unter die 25%-Marke gefallen und auch nicht mehr im Vorstand vertreten. Insofern sind nach unserer Definition die Kriterien eines Familienunternehmens ebenfalls nicht mehr erfüllt. Erwartungsgemäß fallen im CDAX mit 59% bzw. im STOXX Europe600 mit 88% (Basis: Aktienanzahl der Stufe eins) deutlich mehr Aktien durch das Raster.

Schließlich führen wir als drittes Filterkriterium eine Mindestmarktkapitalisierung von 500 Mio. Euro ein. Damit soll sichergestellt sein, dass nur Aktien mit einem ausreichend großen Handelsvolumen erfasst werden, bei denen ein Investment problemlos möglich ist. Nach dieser Selektion reduziert sich die Aktienzahl nochmals deutlich auf 108 Aktien. Im GEX verbleiben lediglich sieben Aktien, was bei einem stark mittelständisch geprägten Index keine Überraschung ist. Dies gilt auch für den CDAX, bei dem von zuletzt 169 Aktien noch 47 Aktien diese Hürde nehmen können. Bei STOXX Europe600 reduziert sich

die Zahl lediglich um drei auf 54 Unternehmen. Insgesamt verbleibt somit ein sample von **108 Aktien**, die alle drei Filterkriterien erfüllen. Korrigiert um unterschiedliche Aktienkategorien, mehrfache Indexzugehörigkeit und Datenverfügbarkeit über den Zeitraum 2009 bis 2015E in der von uns verwendeten Datenbank verbleiben **79 Unternehmen**, die wir nachfolgend durch das Scoring-Modell laufen lassen.

Festlegung von Kriterien

Bevor wir zu der konkreten Auswertung kommen, wollen wir zunächst kurz die Auswahl der einzelnen Kriterien erläutern. Bei der Festlegung der Kriterien für das Scoring-Modell ist es uns ein Anliegen, ein hohes Maß an Übersichtlichkeit zu erreichen. Deswegen haben wir uns auf sechs Kriterien festgelegt, mit denen unterschiedliche Themenbereiche adressiert werden. Einerseits sollen damit Wachstumspotenziale der Unternehmen berücksichtigt werden und dem Megatrend der Globalisierung Rechnung tragen. Andererseits geht es u.E. auch um die Früherkennung von künftigen Risiken³, nachhaltiger Ertragskraft und Aktienmarktbeurteilung. Jedes der Kriterien hat für sich eine informative Aussagekraft, eine umfassendere Analyse sollte jedoch alle Aspekte zu einer Gesamtaussage über ein Unternehmen verdichten. Die Abschlüsse von Nicht-Euro-Unternehmen wurden auf Euro umgerechnet (Umsätze, Ertragsgrößen und Cash Flows zu Durchschnittskursen; Bilanzpositionen zu Jahresendkursen). Wir haben die nachfolgenden Kriterien ausgewählt und untersucht:

- Umsatzwachstum
- Eigenkapitalquote
- EBIT-Marge
- Cash-Conversion-Rate
- Net Gearing
- KGV-Bewertung

Mit dem ersten Kriterium wird das zyklische Risiko⁴ eines Unternehmens näher betrachtet. Der Umsatz ist eine der Basisgrößen eines Unternehmens und das **Umsatzwachstum** liefert u.a. eine Aussage darüber, ob ein Unternehmen am Absatzmarkt erfolgreich agiert oder nicht und ist deshalb Teil unseres Kriterienkataloges. Ein Umsatzwachstum kann ein Indiz dafür sein, dass ein Unternehmen wettbewerbsfähige Produkte und Dienstleistungen hat und diese zu wettbewerbsfähigen Preisen veräußern kann. Steigende Umsätze können mit einem steigenden Marktanteil einhergehen und umgekehrt. Wachstum kann das Ergebnis einer Globalisierungsstrategie sein oder auch durch die Erschließung neuer Märkte zustande kommen. Diese Faktoren kann die Unternehmensleitung selbst gestalten, während Faktoren wie Währungseinflüsse und Länderrisiken externer Natur sind und damit auch weniger beeinflussbar sind. Wir berücksichtigen in der Analyse sowohl das rein organische wie auch das externe Wachstum. In die Einzelanalyse fließt dann mit ein, dass es Branchen gibt die stärker wachsen als andere. So hat der Handel naturgemäß eher geringere Wachstumsraten, während z.B. die IT-Branche ein deutlich dynamischeres Wachstum vorzuweisen hat. Im Scoring-Modell wird ein hohes Umsatzwachstum mit einer hohen Punktzahl belohnt.

³ Deutsche Bundesbank, Zur Krisenanfälligkeit von Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes in Deutschland – Ergebnisse einer Risikoanalyse mit Jahresabschlussdaten, Monatsbericht März 2014, Seite 55 - 68

⁴ Siehe Monatsbericht März 2014, Deutsche Bundesbank, a.a.O., S. 58

Die **Eigenkapitalquote** (EK-Quote) liefert Aussagen über die Finanzierungsstruktur bzw. die Finanzkraft eines Unternehmens. Eine hohe Eigenkapitalquote heute deutet auf ein hohes Innenfinanzierungspotenzial in den vergangenen Perioden hin. In dieser Analyse ist die Kennzahl definiert als Eigenkapital zu Bilanzsumme. Eine hohe EK-Quote ist ein Anzeichen für ein eher solides Unternehmen und umgekehrt. Im Zusammenspiel mit anderen Kriterien (z.B. der EBIT-Marge) sollen rechtzeitig finanzielle Schwachstellen und aufkommende Risiken erkannt werden. Eine niedrige EK-Quote und damit verbunden eine hohe Verschuldung findet ihren Niederschlag auch im Zinsergebnis der Gewinn- und Verlustrechnung. Nach der letzten verfügbaren Analyse der Deutschen Bundesbank⁵ für Deutschland lag die durchschnittliche Eigenkapitalquote 2012 bei 27,5%. Wegen der guten Gewinnentwicklung 2013 dürfte die Quote u.E. eher weiter gestiegen sein. In unserer Analyse führt eine hohe EK-Quote zu einer hohen Punktzahl.

Neben den Kriterien Wachstum bzw. zyklisches Risiko und der Finanzierungsstruktur kommt mit der Messung der Ertragskraft ein weiteres zentrales Kriterium in unseren Kriterienkatalog dazu. Aus einer Reihe möglicher Kennzahlen zur Messung der Ertragskraft⁶ haben wir die **EBIT-Marge** (Earnings before interest and taxes) ausgewählt. Die Kennzahl ist definiert als EBIT / Umsatz und wird in Prozent dargestellt. Vergleichbar, aber nicht identisch ist das EBIT mit dem operativen Ergebnis oder dem Betriebsergebnis. Das EBIT stellt auf den operativen, betrieblichen Bereich eines Unternehmens ab und hat einen nachhaltigen Charakter. Bei einem Unternehmensvergleich werden dabei Unterschiede in der Kapitalstruktur und Ertragssteuerzahlungen ausgeblendet. Auch bei dieser Kennzahl schlagen sich branchenbedingte Unterschiede nieder. So erzielt z.B. die Pharmabranche eher hohe Renditen (u.a. wegen des Patentschutzes bei Medikamenten), während die Margen im Handel vergleichsweise niedrig sind. Eine hohe EBIT-Marge führt zu einer hohen Punktzahl.

Eine weitere nicht so verbreitete Kennzahl ist die **Cash Conversion-Rate**⁷. Sie ist hier definiert als Operativer Cash Flow / EBIT. Mit dieser Kennzahl wird idealtypisch gezeigt, wieviel Prozent des erwirtschafteten operativen Ergebnisses als Liquidität im Unternehmen ankommt. Damit fließt eine Art der Liquiditätsbetrachtung in unseren Kriterienkatalog mit ein. Bei der Analyse führt ein hoher Wert zu einer hohen Punktzahl. Da sowohl der Cash Flow als auch das EBIT eines Geschäftsjahres negativ sein können, kann sich ein negativer Faktor ergeben.

Aus dem angelsächsischen Raum kommt die Kennzahl **Net Gearing**, die wir hier als Kriterium verwenden. Im Rahmen unserer Analyse ist die Kennzahl definiert als Nettoverschuldung / Eigenkapital. Mangels Datenverfügbarkeit in der verwendeten Datenbank wird die Nettoverschuldung hier ohne Pensionsverpflichtungen berechnet. Mit der Kennzahl wird das finanzielle Risiko abgebildet und ist damit gewissermaßen eine Ergänzung zur Eigenkapitalquote. Damit bekommt dieser Aspekt in unserem Scoring-Modell insgesamt ein höheres Gewicht. Diese Kennzahl spielt oft auch eine Rolle bei Covenants-Vereinbarungen (Einhaltung bestimmter Schwellenwerte) zwischen Unternehmen und Banken. Ein niedriger Wert bei der Kennzahl führt zu einer hohen Punktzahl. Dabei ist auch zu berücksichtigen, dass ein Unternehmen eine Netto-Cash-Position haben kann,

⁵ Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Ertragslage und Finanzungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2012, Monatsbericht Dezember 2013, Seite 46

⁶ Andere mögliche Kennzahlen wären z.B. eine EBITDA-Marge (Earnings before interest and taxes, depreciation, amortization), eine Vorsteueremarge oder eine Nettomarge

⁷ Siemens hat 2007 eine Cash Conversion Rate, definiert als Free Cash Flow / Net income, im Rahmen der finanzwirtschaftlichen Berichterstattung eingeführt und ab Q3 2007 darüber berichtet

was z.B. im Anlagenbau auf Grund von Anzahlungen der Fall sein kann. In solchen Fällen wird dann ein negativer Wert in unserer Scoring-Tabelle ausgewiesen.

Mit dem **Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)** als sechstem Kriterium fließt der Bewertungsaspekt in die Analyse ein. Die Kennzahl ist definiert als Aktienkurs / Gewinn je Aktie. Ein niedriger Wert führt im Punktemodell zu einer hohen Punktzahl. Wir haben diese Bewertungskennzahl ausgewählt, weil sie u.E. leicht verständlich ist und auch am weitesten verbreitet ist. Im Rahmen einer Peer-Group Analyse gelangt man durch Multiplikation des Gewinns je Aktie mit dem Multiplikator direkt zu einem Wert je Aktie und kann diesen unmittelbar mit dem aktuellen Aktienkurs des Unternehmens vergleichen. Ebenso lassen sich auch KGVs direkt vergleichen. Neben dem KGV gibt es eine Reihe weiterer Multiplikatoren (z.B. Unternehmenswert/EBIT bzw. EBITDA) die etwas über die Preiswürdigkeit einer Aktie aussagen.

Für alle Kennzahlen gilt natürlich, dass ein einzelner Wert wenig aussagefähig ist und es vielfältige Einflussfaktoren auf die Aktienkursentwicklung gibt. Durch den Vergleich der Werte eines Unternehmens auf der Zeitachse sowie durch einen Vergleich mit anderen geeigneten Unternehmen oder durch einen Vergleich mit Durchschnittswerten wird die Aussagekraft deutlich erhöht. Ebenso sind die unterschiedlichen Bewertungsniveaus einzelner Länder zu berücksichtigen. Die Qualität der Analyse wird durch das Zusammenführen aller Kriterien weiter verbessert.

Auswahlprozess mittels Scoring-Modell

Nach der Festlegung der sechs Kriterien führen wir für jedes Kriterium für alle Unternehmen eine detaillierte Auswertung (z.B. CAGR, Mittelwert, Median) durch und vergeben für die Ergebnisse Punkte auf einer Skala, die von eins bis zehn reicht. Jeder Punkt steht für das entsprechende Quantil in der Häufigkeitsverteilung. Wenn also z.B. das Umsatzwachstum eines Unternehmens in den oberen 10% aller betrachteten Unternehmen liegt, dann erhält dieses Unternehmen in der Kategorie Umsatzwachstum zehn Punkte. Für jedes Kriterium untersuchen wir auch die Häufigkeitsverteilung. Durch das Aufaddieren der Punkte für jedes einzelne Kriterium erhalten wir eine Gesamtpunktzahl und können damit eine „Hitliste“ für die 79 ausgewählten Unternehmen erstellen. Daran schließt sich dann eine Einzelanalyse ausgewählter Unternehmen an, bei der tiefere Details einfließen. Durch Gegenüberstellung mit geeigneten Vergleichsmaßstäben und durch Berücksichtigung von Branchenzugehörigkeiten kann die Aussagekraft der Ergebnisse erhöht werden.

Ein Scoring-Modell hat den allgemeinen Nachteil, dass es eine gewisse Subjektivität bei der Auswahl der Kriterien gibt. Durch die strikte Vorgehensweise kommt es zu einer gewissen Verallgemeinerung der Informationen über die Unternehmen. Bei der nachfolgenden Einzelvorstellung der Unternehmen wird dieser Nachteil wieder wettgemacht. Andererseits wird mit dem Punktwertmodell ein komplexer Entscheidungsprozess transparenter und nachvollziehbarer und sorgt damit für mehr Klarheit.

Nach der sehr detaillierten Klassifizierung in der von uns verwendeten FactSet Datenbank repräsentieren die 79 Unternehmen 35 verschiedene Branchen. Dies ist sehr breit gestreut und damit auch repräsentativ. Am stärksten vertreten ist der Bereich Medizintechnik mit acht Unternehmen wie z.B. Elekta (Schweden), Biotest (Deutschland) oder

Coloplast (Dänemark). Pharma- und Biotechnologieunternehmen werden als eigene Branchen geführt. Mit sieben Unternehmen ebenfalls sehr stark vertreten ist der Sektor Bekleidung/Schuhe. Hier finden sich Unternehmen wie Hermès Intl. (Frankreich) oder Hennes & Mauritz (Schweden). Zusammen mit anderen Sektoren wie z.B. Handelsunternehmen (z.B. Metro oder Dufry) ist der konsumnahe Bereich mit 16 Unternehmen bestens vertreten. Ein dritter, stark vertretener Bereich der Maschinenbau mit vier Unternehmen sowie nachfolgend die Software/Informationstechnologie mit Dassault Systems, XING oder RIB Software.

Auswertung anhand von Einzelkriterien

Umsatzwachstum

- Jährliches, durchschnittliches Wachstum 2009 – 2015E liegt bei 7,0% p.a. (Mittelwert) bzw. 11,3% p.a. (Median)
- Acht Unternehmen erreichen die maximal zu vergebenden zehn Punkte; darunter sind mit Dufry, Sports Direct und Hermès drei konsumnahe Werte
- Hohe Umsatzwachstumsraten oft nur mit Hilfe von Akquisitionen realisierbar und begleitet von steigender Marktkapitalisierung

Abb. 3 Einzelauswertung Kriterium Umsatzwachstum (€ Mio.)

Lfd. Nr.	Ticker	Unternehmen	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	CAGR 09-15E	Punkte
1	GRF-ES	Grifols, S.A. Class A	913,2	990,7	1.795,6	2.620,9	2.741,7	3.343,0	3.563,0	25,5%	10
2	RSTA-DE	RIB Software AG	30,1	34,8	35,1	39,2	57,0	70,3	90,0	20,0%	10
3	DUFN-CH	Dufry AG	1.575,9	1.892,7	2.139,3	2.616,9	2.902,0	3.539,5	4.666,5	19,8%	10
4	O1BC-DE	XING AG	44,0	53,5	65,1	72,1	83,3	96,0	107,9	16,1%	10
5	DUE-DE	Durr AG	1.077,6	1.261,4	1.922,0	2.399,8	2.406,9	2.449,7	2.605,0	15,8%	10
6	SPD-GB	Sports Direct International plc	1.629,1	1.797,2	1.995,1	2.554,0	2.998,9	3.382,5	3.891,3	15,6%	10
7	ZIL2-DE	ElingKlinger AG	579,3	795,7	1.032,8	1.127,2	1.175,2	1.281,0	1.379,0	15,6%	10
8	RMS-FR	Hermes International SCA	1.914,3	2.400,8	2.841,2	3.484,1	3.754,8	4.105,4	4.553,2	15,5%	10
9	UHR-CH	Swatch Group Ltd. Bearer	3.406,5	4.428,9	5.485,9	6.469,3	6.870,4	7.319,0	7.903,6	15,1%	9
10	WAC-DE	Wacker Neuson SE	597,0	757,9	991,6	1.091,7	1.159,5	1.254,3	1.370,0	14,8%	9
11	ILD-FR	Iliad SA	1.954,5	2.038,3	2.122,1	3.153,3	3.747,9	4.154,1	4.462,0	14,7%	9
12	FRES-GB	Fresnillo plc	611,3	1.065,2	1.576,6	1.679,6	1.212,8	1.196,7	1.391,5	14,7%	9
13	LUPE-SE	Lundin Petroleum AB	570,2	593,3	904,3	1.027,3	922,1	722,4	1.276,7	14,4%	9
14	ANTO-GB	Antofagasta plc	2.130,7	3.458,9	4.368,9	5.247,4	4.498,0	4.271,1	4.555,5	13,5%	9
15	DKSH-CH	DKSH Holding AG	4.211,1	5.289,9	5.953,0	7.330,8	7.766,6	8.025,4	8.829,3	13,1%	9
		Mittelwert (Gesamt)	8.150,6	8.973,2	10.027,5	11.262,0	11.162,1	11.563,4	12.211,3	7,0%	
		Median (Gesamt)	1.918,8	2.350,0	2.480,3	3.019,6	2.998,9	3.382,5	3.638,0	11,3%	
		Summe (Gesamt)	643.899,1	708.879,2	792.176,1	889.700,5	881.808,1	913.507,3	964.694,4	7,0%	

vollständige Auflistung aller Unternehmen im Anhang

Quelle: FactSet, BHF-BANK

Auf Basis der für die Jahre 2009 bis 2015E errechneten Mittelwerte ergibt sich für die Gesamtheit aller Unternehmen ein durchschnittliches, jährliches Wachstum von 7,0%. Das Wachstum auf der Grundlage des Medianwertes liegt bei 11,3%. Die beachtliche Differenz deutet auf eine große Streuung der Einzelwerte hin. Die Extremwerte bestätigen dies. Die spanische Grifols S.A. (Biotechnologie) erzielt mit 25,5% den höchsten jährlichen Zuwachs, während Kering S.A. (Bekleidung/Schuhe) aus Frankreich mit -6,7% p.a. den stärksten Rückgang zu verzeichnen hat.

Abb.3 enthält die 15 umsatzstärksten Unternehmen (vollständige Liste im Anhang). In der Gruppe der Unternehmen, die die maximale Punktzahl erreicht haben, gibt es mit Dufry,

Sports Direct und Hermès Intl. ein Übergewicht bei konsumnahen Unternehmen. Mit Dürr bzw. ElringKlinger zeigen zwei Unternehmen aus „klassischen Industrien“, dass auch dort hohe Wachstumsraten zu erreichen sind. Nahezu alle Unternehmen der Spitzengruppe haben das rapide Wachstum über eine rege Akquisitionstätigkeit erreicht. Der Spitzenreiter Grifols S.A. hat in jedem Jahr 2010 bis 2013 jeweils ein bis drei Unternehmen pro Jahr dazugekauft. Wie bei den anderen Kriterien noch gezeigt wird, war dieses externe Wachstum begleitet von einer leicht steigenden EBIT-Marge und einem nur moderat steigenden Gearing. Die Marktkapitalisierung hingegen machte bei Grifols einen drastischen Sprung von 2,6 Mrd. Euro (2009) auf aktuell rd. 11,3 Mrd. Euro. Auch Dufry aus der Schweiz hat in den Jahren 2010 bis 2014 insgesamt sechs Unternehmen (teilweise weniger als 100% der Anteile) erworben. Dürr hat zuletzt mit der Übernahme der Mehrheit an der Homag für Aufsehen gesorgt. Auch bei Dufry und Dürr war dieses Wachstum von einer steigenden Marktkapitalisierung begleitet.

Von den gesamten 79 Unternehmen haben lediglich vier Unternehmen einen jährlichen durchschnittlichen Umsatzrückgang zu verzeichnen: Kering (Frankreich): -6,7%; Ferrovial (Spanien): -4,9%; Mediaset (Italien): -0,8%; Metro (Deutschland): -0,3%. Nur bei Metro und Mediaset war auch die Marktkapitalisierung rückläufig. Bei Kering stieg die Marktkapitalisierung hingegen deutlich von 10,7 Mrd. Euro auf aktuell 20,9 Mrd. Euro an. Insofern ist das Quasi-Prinzip steigender Umsatz gleich steigende Marktkapitalisierung bei negativer Umsatzentwicklung durchbrochen.

Eigenkapitalquote

- Mit durchschnittlich 42,1% haben die Familienunternehmen insgesamt eine solide Eigenkapitalausstattung; die Spanne reicht von 82,3% (Swatch Group) bis 13,3% (Fiat S.p.A.)
- Eine hohe Eigenkapitalquote ist nicht zwingend mit einer niedrigen Ausschüttungsquote und spiegelbildlich mit einer hohen Gewinnthesaurierung verbunden
- Eine überdurchschnittlich hohe Eigenkapitalausstattung ist im Sektor Bekleidung/Schuhe zu beobachten

Abb. 4 Einzelauswertung Kriterium Eigenkapitalquote (%)

Lfd.Nr.	Ticker	Unternehmen	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	Median 09-15E	Punkte
1	UHR-CH	Swatch Group Ltd. Bearer	77,2	82,3	82,1	83,1	81,7	83,3	84,3	82,3	10
2	RSTA-DE	RIB Software AG	77,9	77,9	88,4	81,7	80,2	85,0	84,8	81,7	10
3	FIE-DE	Fielmann AG	75,1	76,4	75,8	75,8	74,3	74,7	74,4	75,1	10
4	HM.B-SE	Hennes & Mauritz AB Class B	75,6	76,4	74,7	73,6	70,0	68,4	68,1	73,6	10
5	RMS-FR	Hermes International SCA	73,3	73,7	71,2	68,8	71,8	82,9	93,2	73,3	10
6	RAA-DE	RATIONAL AG	71,4	75,3	73,1	72,8	71,3	73,8	76,2	73,1	10
7	WAC-DE	Wacker Neuson SE	81,2	80,6	74,6	68,0	70,7	71,5	72,2	72,2	10
8	TOD-IT	TOD'S S.p.A.	77,3	66,8	65,4	70,7	71,9	73,0	72,3	71,9	10
9	TEN-IT	Tenaris S.A.	67,4	68,9	70,7	71,3	77,1	78,1	79,8	71,3	9
10	AFX-DE	Carl Zeiss Meditec AG	70,8	69,0	69,3	70,6	72,0	75,9	76,1	70,8	9
11	BB-FR	Societe BIC SA	64,3	71,4	70,5	68,3	65,3	74,9	75,8	70,5	9
12	FPE3-DE	Fuchs Petrolub SE Pref	52,5	60,9	66,4	70,4	73,4	74,5	77,9	70,4	9
13	GW11-DE	Gerry Weber International AG	54,9	69,5	77,2	78,4	70,4	67,9	70,3	70,3	9
14	OR-FR	L'Oreal SA	58,4	61,8	65,7	70,9	72,3	70,3	71,5	70,3	9
15	FRES-GB	Fresnillo plc	76,2	73,0	65,3	68,3	55,7	66,8	68,6	68,3	9
		Mittelwert (Gesamt)	42,8	45,2	44,7	45,3	45,4	48,3	50,4	45,3	
		Median (Gesamt)	40,5	43,5	41,8	41,9	42,1	46,0	48,1	42,1	

vollständige Auflistung aller Unternehmen im Anhang

Quelle: FactSet, BHF-BANK

Die durchschnittliche Eigenkapitalquote für unsere Unternehmensauswahl liegt bei 42,1% (Medianwert). Dies ist ein sehr solides Niveau. In Deutschland lag der Durchschnitt für 2012 auf der Grundlage einer Auswertung der Deutschen Bundesbank bei 27,5%. Die Bandbreite reicht von kritischen 13,3% für die italienische Fiat S.p.A. bis zu weit überdurchschnittlichen 82,3% für die schweizerische Swatch Group.

Eine hohe Eigenkapitalquote gibt u.a. Sicherheit, sorgt für Vertrauen bei den Kunden und reduziert die Abhängigkeit von den Banken. Dies spielt bei vielen Familienunternehmen eine wichtige Rolle. Wie schon beim Kriterium Umsatzwachstum sind auch bei der Eigenkapitalquote Unternehmen des konsumnahen Bereiches in der Spitzengruppe überdurchschnittlich vertreten (u.a. Swatch, Fielmann, H&M, Hermès). Weitere konsumnahe Unternehmen wie z.B. TOD'S (71,9%), Gerry Weber (70,3%) oder L'Oreal (70,3%) bestätigen diese Aussage. Unternehmen des Bereiches Software/IT wie RIB Software, Dassault oder Bechtle liegen ebenfalls über dem Durchschnitt. Unterdurchschnittliche Quoten sind im Industriebereich (z.B. OCI, Bouygues, Dürr) zu beobachten: Darüber hinaus sind keine weiteren Sektor-Schwerpunkte zu erkennen.

Eine Erklärung für die überdurchschnittlichen Eigenkapitalquoten könnte eine hohe Gewinnthesaurierung zu Lasten der Dividendenausschüttungen sein. Die Unternehmen würden also auf eine hohe Innenfinanzierung setzen. Dies ist allerdings nicht einheitlich zu beobachten. Für die schweizerische Swatch Group gilt dieser Zusammenhang allerdings. Die durchschnittliche Ausschüttungsquote der letzten fünf Jahre lag bei 24,2%. Auch Grifols, die beim Umsatzwachstum stark sind, haben mit 12,8% eine niedrige Ausschüttung. Andererseits gibt es in der Gruppe der Unternehmen mit hoher EK-Quote auch solche mit hohen Ausschüttungen an die Aktionäre. Dazu gehören u.a. Hennes & Mauritz mit 89,9%, Fielmann mit 85,1% oder RATIONAL mit 69,9%. Da es alle wenig kapitalintensive Unternehmen sind, sind auch die Investitionserfordernisse nicht so hoch und die Eigenkapitalgeber können reichlich bedient werden. Keines der Unternehmen der Spitzengruppe hat im Untersuchungszeitraum das Grundkapital erhöht. Wie noch zu zeigen sein wird, ist in einigen Fällen die Steigerung der Ertragskraft so gut, dass sowohl das eigene Wachstum damit finanziert werden kann als auch die Ansprüche der Eigenkapitalgeber bedient werden können.

Zwei Unternehmen, die auf der Zeitachse von Jahr zu Jahr rückläufige EK-Quoten haben, sind Lundin Petroleum (Ölindustrie) aus Schweden und OCI (Düngemittel, Anlagenbau) aus den Niederlanden. Lundin hatte zuletzt moderat rückläufige Ölreserven und Förderquoten, steht aber vor dem Beginn der Förderung vom Johan Sverdrup Ölfeld vor Norwegen. OCI belegt auch in der Gesamtbewertung mit nur 18 Punkten den 79. Platz. OCI befindet sich gerade in einer Umstrukturierungsphase und hat letztes Jahr ein Übernahmeangebot für die ägyptische OCI S.A. abgegeben, die jetzt zu integrieren ist.

EBIT-Marge

- Die margenstärksten Unternehmen sind rohstoffnahen Bereichen zuzuordnen (Metalle, Öl & Gas) sowie dem Softwarebereich; generell ist eine breitere Streuung auf verschiedene Branchen zu beobachten
- Erwartungsgemäß haben Handelsunternehmen und Industrierwerte geschäftsbedingt in diesem Vergleich eher unterdurchschnittliche Margen
- Kein Patentrezept ist ersichtlich, um eine überdurchschnittliche Marge zu realisieren

- Familienunternehmen haben die Finanzkrise 2008 gut überstanden und in den Folgejahren wieder steigende EBIT-Margen zu verzeichnen

Abb. 5 Einzelauswertung Kriterium EBIT-Marge (%)

Lfd.Nr.	Ticker	Unternehmen	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	Median	Punkte
1	ANTO-GB	Antofagasta plc	49,1	54,3	53,1	49,7	36,7	34,9	33,2	49,1	10
2	FRES-GB	Fresnillo plc	50,8	59,0	61,4	48,9	29,6	29,8	31,5	48,9	10
3	LUPE-SE	Lundin Petroleum AB	19,7	39,9	55,1	57,2	39,0	30,6	50,5	39,9	10
4	RMS-FR	Hermes International SCA	24,2	27,7	31,2	32,7	32,9	32,1	32,4	32,1	10
5	ROG-CH	Roche Holding Ltd Genusssch.	29,3	30,3	30,9	33,3	31,1	38,4	38,8	31,1	10
6	COLO.B-DK	Coloplast A/S Class B	16,8	22,4	26,0	30,2	31,7	33,6	34,6	30,2	10
7	RAA-DE	RATIONAL AG	28,0	29,4	25,5	28,1	28,1	27,9	28,2	28,1	10
8	RSTA-DE	RIB Software AG	26,6	29,4	26,9	26,3	21,8	28,5	30,5	26,9	10
9	GRF-ES	Grifols, S.A. Class A	24,6	22,7	19,8	25,2	26,8	27,2	27,9	25,2	9
10	DSY-FR	Dassault Systemes SA	19,5	21,9	24,6	24,8	24,7	30,2	31,1	24,7	9
11	SOW-DE	Software AG	24,7	23,8	23,6	23,3	20,1	23,5	22,9	23,5	9
12	UHR-CH	Swatch Group Ltd. Bearer	15,6	21,2	22,6	22,4	21,2	22,7	23,6	22,4	9
13	CPR-IT	Davide Campari-Milano S.p.A.	23,8	23,2	23,2	21,4	19,0	19,1	20,0	21,4	9
14	TEN-HT	Tenaris S.A.	22,2	19,3	18,9	21,1	20,5	20,8	21,0	20,8	9
15	O1BC-DE	XING AG	9,1	20,7	20,9	15,9	16,0	19,6	24,3	19,6	9
		Mittelwert (Gesamt)	13,0	14,2	14,7	14,0	13,1	14,2	15,3	14,1	
		Median (Gesamt)	11,0	12,3	12,7	11,8	11,7	13,7	14,4	12,3	

vollständige Auflistung aller Unternehmen im Anhang

Quelle: FactSet, BHF-BANK

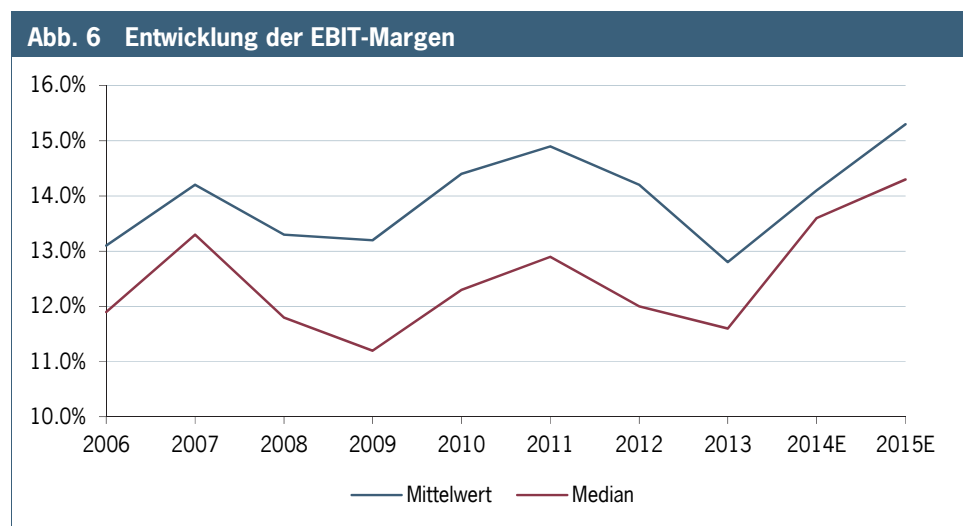
Der Mittelwert von 14,1% und der Median von 12,3% liegen recht dicht beieinander. Die Spannweite der Medianwerte 2009 – 2015E reicht von hervorragenden 49,1% für die englische Antofagasta bis hinunter zu mageren 1,1% für die deutsche Metro. Im Vergleich zu den beiden ersten Einzelkriterien ist bei der EBIT-Marge kein Übergewicht von Konsumwerten im weiteren Sinne festzustellen. Unter den 15 besten Unternehmen tauchen mit RIB Software, Dassault Systems und der Software AG drei Softwareunternehmen auf. An der Spitze liegen zwei Rohstoffwerte. Im hinteren Teil der Tabelle (siehe vollständige Auflistung im Anhang) finden sich einige Handelsunternehmen, Automobilhersteller und Vertreter des Maschinenbaus. Dieses Ergebnis war zu erwarten.

Der Rohstoffkonzern Antofagasta (94% des Geschäftes betreffen Kupfer, Gold, Silber aus Minen in Chile) konnte die hohen Margen der Jahre 2009 bis 2012 nicht halten. Nach Angaben des Unternehmens mussten 2013 höhere Energiepreise hingenommen werden bei gleichzeitigem Rückgang der Verkaufspreise für Kupfer von durchschnittlich 10,4%, was die EBIT-Marge auf 36,7% drückte. Trotz des immer noch auskömmlichen Margenniveaus hat das Management ein Programm zur Kostenkontrolle implementiert. Hermès oder Swatch sind Beispiele dafür, wie man über eine starke Marke attraktive Verkaufspreise durchsetzen kann. Zu dieser Gruppe gehören auch Unternehmen wie Inditex (mit der bekannten Marke „Zara“), L’Oreal, TOD’S oder Hennes & Mauritz. Inditex und L’Oreal gelang es zudem, die Marge auf der Zeitachse zu verbessern. Mit Roche ist ein forschendes Pharmaunternehmen unter den TOP 15 vertreten, dass für seine Medikamente zum Teil einen Patentschutz genießt und deshalb hohe Verkaufspreise realisieren kann. Interessant ist u.E. das Geschäftsmodell von RATIONAL. Hinsichtlich der Produktion handelt es sich in hohem Maße um die Montage von zugekauften Bauteilen, was zu einer schlanken Kostenstruktur führt. Insgesamt gibt es aber kein ersichtliches Patentrezept, um eine hohe Marge zu erreichen.

Das Ausgangsjahr 2009 war noch gekennzeichnet durch die Folgen der „Lehman-Krise“, des Jahres 2008. Fünf Unternehmen mussten negative EBIT-Margen hinnehmen, wäh-

rend in den Folgejahren pro Jahr nur jeweils ein Unternehmen (jeweils ein anderes) ein negatives EBIT hatte. Generell sind die Familienunternehmen also recht ertragsstark. Das Vorkrisenniveau konnten noch nicht alle Unternehmen wieder erreichen. So sind u.a. ElringKlinger, Jcdecaut, Krones oder Solvay 2013 noch nicht wieder auf dem Niveau des Jahres 2007 bzw. 2008. Der Hornbach Holding ist dies gelungen. Ausgehend von EBIT-Margen von 3,5% (2007) bzw. 3,2% (2008) konnte 2013 mit 4,0% ein höheres Niveau realisiert werden.

Mit Abb. 6 sind wir der Frage nachgegangen, inwieweit unser Unternehmenssample insgesamt bzw. einzelne Unternehmen es geschafft haben, dass Vorkrisenniveau bei der EBIT-Marge wieder zu erreichen. Dazu haben wir die Mittelwerte der Jahre 2006-2008 mit den Mittelwerten der Jahre 2013 bis 2015E verglichen. Zunächst zur Umsatzentwicklung, die in Abb. 6 nicht abgebildet ist. Mit 72 von 79 Unternehmen haben gut 90% nach der Finanzkrise ein höheres Umsatzniveau erreicht als sie es vor der Krise hatten. Diese Aussage schließt organisches wie auch akquisitionsbedingtes Wachstum ein.



Quelle: FactSet, BHF-BANK

Abb. 6 zeigt die Mittelwerte/Medianwerte der EBIT-Marge für die Jahre 2006 bis 2015E. 2007, im Jahr unmittelbar vor der Krise, wurden die Spitzenwerte von 14,2% (Mittelwert) bzw. 13,3% (Medianwert) erreicht. Zwei Jahre mussten die Unternehmen gegen den Margenverfall ankämpfen, offenbar erfolgreich, denn mit weiterhin zweistelligen Werten war der Fall in der Gesamtschau gar nicht so tief. Nur zwei Jahre dauerte es, um wieder das Vorkrisenniveau zu erreichen. Hier hätte man auch erwarten können, dass es eines längeren Zeitraums bedarf. Gemessen am Mittelwert wurde mit 14,9% sogar ein neuer Spitzenwert erreicht, während der Medianwert etwas darunter blieb. 2013 wurde aus heutiger Sicht erneut eine Talsohle erreicht, wobei der Rückgang nicht so stark wie 2009 war. Eine besonders starke Erholung gelang der dänischen Coloplast (Hersteller von Medizinprodukten). Das Unternehmen konnte das Margenniveau um knapp 18%-Punkte erhöhen auf ein Niveau von 30%. Das Schweizer Pharmaunternehmen Roche gelang ebenfalls eine Anhebung des Niveaus um immerhin noch 10%-Punkte. Im Gegensatz dazu gibt es auch eine Reihe von Unternehmen, die die „alten“ Spitzenwerte noch nicht wieder erreicht haben. SMA Solar liegt um rund 22%-Punkte unter dem Niveau vor der Krise, was allerdings wesentlich auf die geänderte Rahmenbedingungen für die Branche in Deutschland zurückzuführen ist. Darüber hinaus fallen einige rohstoffnahe Unternehmen ins Auge. Dazu gehören u.a. Fresnillo (U.K.; 6,1%-Punkte niedriger), Antofagasta

(U.K.; 28,5%-Punkte niedriger) oder Tenaris (Luxemburg, 10,2%-Punkte niedriger. Insgesamt jedoch sind die Familienunternehmen u.E. gut durch die Krise gekommen. Die Konsensschätzungen signalisieren eine weitere Verbesserung der Ertragskraft im laufenden und darauffolgenden Jahr.

Cash-Conversion Rate

- Unternehmen zeigen generell eine solide Cash Flow Generierung; lediglich bei vier Unternehmen (Metro, SMA Solar, Biotest, OCI) treten einmalig, jeweils im Geschäftsjahr 2013, negative Cash Flows auf (0,7% aller 560 Einzelwerte)
- Stetige cash flows kommen aus den Bereichen Anlagenbau, Telekommunikation und aus dem Mediensektor
- Extrem breite Streuung der Einzelwerte: Höchstwert von 3,1 (Bouygues, Frankreich) bis Minimumwert von 0,5 (KWS Saat, Deutschland)

Abb. 7 Einzelauswertung Kriterium Cash Conversion

Lfd.Nr.	Ticker	Unternehmen	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	Median	Punkte
1	MSHT	Mediaset S.p.A.	2,7	2,3	3,2	neg.	6,3	4,1	3,1	3,1	10
2	EN-FR	Bouygues SA	3,1	3,0	3,3	7,1	5,6	1,9	2,0	3,1	10
3	MEO-DE	METRO AG	3,9	2,5	2,9	14,7	neg.	1,2	1,2	2,7	10
4	F-IT	Fiat S.p.A.	5,5	5,5	2,1	1,6	2,3	1,7	1,6	2,1	10
5	WCH-DE	Wacker Chemie AG	2,4	1,4	1,5	2,1	6,8	1,6	2,2	2,1	10
6	ILD-FR	Iliad SA	2,1	1,8	1,5	2,2	1,8	1,7	1,6	1,8	10
7	LUPE-SE	Lundin Petroleum AB	3,1	1,8	1,3	1,0	1,9	2,6	1,5	1,8	10
8	O1BC-DE	XING AG	3,5	2,0	1,0	1,6	1,8	1,4	1,1	1,6	10
9	TALK-GB	TalkTalk Telecom Group PLC	2,9	1,7	1,4	1,4	1,6	1,8	1,2	1,6	9
10	JMT-PT	Jeronimo Martins, SGPS S.A.	65,6	25,6	neg.	1,3	1,3	1,5	1,6	1,5	9
11	KRN-DE	Krones AG	neg.	1,8	3,2	2,4	1,2	1,1	1,1	1,5	9
12	VOW3-DE	Volkswagen AG Pref	neg.	2,5	0,9	0,7	1,4	1,7	1,6	1,5	9
13	DUFN-CH	Dufry AG	2,8	1,9	1,6	1,3	1,4	1,1	1,4	1,4	9
14	DEC-FR	Jcdecaux SA	3,2	1,7	1,3	1,5	1,2	1,4	1,3	1,4	9
15	HBM-DE	HORNBACH-BaumarktAG	1,8	1,4	1,0	1,1	1,5	1,4	1,0	1,4	9
		Mittelwert (Gesamt)	2,6	1,5	1,0	1,3	1,3	1,1	1,1	1,4	
		Median (Gesamt)	1,3	1,1	0,9	0,9	1,0	0,9	1,0	1,0	

vollständige Auflistung aller Unternehmen im Anhang

Quelle: FactSet, BHF-BANK

Der Medianwert von 1,0 ist genau der Wert, bei dem sich Cash Flow und EBIT entsprechen. Die historischen Werte 2009 und 2010 markieren die höchsten Niveaus, danach fallen die Werte etwas ab. Unsere Auswahl von Familienunternehmen zeigt eine sehr solide Cash Flow Situation. Von den 553 Einzelwerten (sieben Jahre x 79 Unternehmen) errechnen sich lediglich elf negative Werte. Davon wiederum sind nur vier Werte auf negative Cash Flows zurückzuführen, während bei sieben Unternehmen negative EBIT-Werte verantwortlich sind. Wie bei der EBIT-Marge gibt es eine Häufung im Jahr 2009, das noch durch die Nachwirkungen der Finanzkrise gekennzeichnet ist.

Auf Platz zwei steht mit Bouygues ein französisches Unternehmen mit Aktivitäten im Anlagenbau, Telekommunikation und Medien. Im Anlagenbau, insbesondere bei Großprojekten, sind oft Anzahlungen üblich, die zu einer reichlichen Liquiditätsausstattung führen und den Cash Flow positiv beeinflussen. Aus wirtschaftlicher Sicht sind solche Anzahlungen u.E. eher als zweckgebundene Mittel denn als frei verfügbare Liquidität anzusehen. Schließlich sollen damit die Projekte finanziert werden. Hinter dem sprunghaften Anstieg

im Jahr 2012 auf 7,1 (siehe Tabelle im Anhang) steht ein 16%iger Rückgang des Cash Flows einem mit 60% drastischen Rückgang des EBITs gegenüber und sorgt so für einen Anstieg der Kennzahl. Bouygues hat am Ende des ersten Halbjahres 2014 ein Auftragsbestand von 28,0 (27,3) Mrd. Euro, so dass die Kennzahl 2014 auch weiterhin auf hohem Niveau bleiben wird.

Die britische Talk Talk Telecom passt auch in dieses Grundmuster und ist auch mit Bouygues vergleichbar. Die drei Software Unternehmen liegen eher im hinteren Mittelfeld. Innerhalb der Gruppe schneidet Nemetschek mit einem Median von 1,2 noch am besten ab, gefolgt von Dassault mit 1,0 bzw. der Software AG mit jeweils 0,8. Handels und konsumnahe Werte haben nicht so stark abgeschnitten, wie eigentlich erwartet. Metro, die sonst eher schlecht abschneiden, kann hier mit dem dritten Platz aufwarten. Die Cash Conversion ist das einzige Kriterium, bei dem das Unternehmen vorne zu finden ist. Insgesamt erreicht Metro nur 20 Punkte. Weitere Handelswerte, die gut abschneiden, sind die schweizerische Dufry (Median: 1,4; 9 Punkte) sowie die deutsche Hornbach Baumarkt AG (Median: 1,4; 9 Punkte) oder die Colruyt Group (Median: 1,2; 8 Punkte).

Net Gearing

- Von den 79 Unternehmen haben im Mittel 46 eine Nettoschuldenposition und 33 eine Netto-Liquiditätsposition
- Unmittelbar nach der Finanzkrise 2008 haben die Familienunternehmen ihre Abhängigkeit von den Banken reduziert und die Verschuldung zurückgefahren; allerdings war dieser Strategiewechsel nicht nachhaltig

Abb. 8 Einzelauswertung Kriterium Net Gearing

Lfd.Nr.	Ticker	Unternehmen	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	Median	Punkte
1	O1BC-DE	XING AG	-0,81	-0,96	-1,60	-1,14	-1,14	-1,16	-1,16	-1,14	10
2	EVD-DE	CTS Eventim AG & Co. KGaA	-1,37	0,17	-0,43	-0,79	-0,77	-0,69	-0,76	-0,76	10
3	BEI-DE	Beiersdorf AG	-0,63	-0,70	-0,53	-0,54	-0,52	-0,65	-0,65	-0,63	10
4	RAA-DE	RATIONAL AG	-0,52	-0,61	-0,49	-0,59	-0,62	-0,61	-0,60	-0,60	10
5	RSTA-DE	RIB Software AG	-0,42	-0,36	-0,74	-0,60	-0,58	-0,55	-0,55	-0,55	10
6	DSY-FR	Dassault Systemes SA	-0,59	-0,46	-0,54	-0,54	-0,55	-0,37	-0,48	-0,54	10
7	S92-DE	SMA Solar Technology AG	-0,86	-0,73	-0,54	-0,50	-0,40	-0,42	-0,36	-0,50	10
8	FIE-DE	Fielmann AG	-0,36	-0,39	-0,34	-0,50	-0,50	-0,49	-0,50	-0,49	10
9	ITX-ES	Industria de Diseno Textil, S.A.	-0,41	-0,54	-0,47	-0,49	-0,45	-0,44	-0,49	-0,47	9
10	KNIN-CH	Kuhne & Nagel International AG	-0,36	-0,52	-0,43	-0,42	-0,48	-0,45	-0,45	-0,45	9
11	AFX-DE	Carl Zeiss Meditec AG	-0,33	-0,49	-0,44	-0,17	-0,01	-0,42	-0,44	-0,42	9
12	NEM-DE	Nemetschek AG	0,11	-0,12	-0,28	-0,40	-0,41	-0,49	-0,56	-0,40	9
13	HM.B-SE	Hennes & Mauritz AB Class B	-0,56	-0,55	-0,48	-0,40	-0,38	-0,34	-0,32	-0,40	9
14	RMS-FR	Hermes International SCA	-0,29	-0,38	-0,44	-0,30	-0,38	-0,43	-0,49	-0,38	9
15	FRES-GB	Fresnillo plc	-0,30	-0,37	-0,39	-0,31	-0,20	-0,04	0,03	-0,30	9
		Mittelwert	0,38	0,29	0,29	0,27	0,28	0,26	0,15	0,28	
		Median	0,29	0,21	0,16	0,19	0,20	0,12	0,00	0,19	

vollständige Auflistung aller Unternehmen im Anhang

Quelle: FactSet, BHF-BANK

In den Net Gearing Tabellen bedeutet ein negativer Faktor, dass die betreffenden Unternehmen eine Netto-Liquiditätsposition haben, während ein positiver Faktor entsprechend eine Netto-Schuldenposition repräsentiert. Auf Basis der Medianwerte 09 – 15 E ergibt sich eine Gruppe von 46 Unternehmen mit Nettoschulden, während die restlichen 33 Unternehmen eine Netto-Liquidität aufweisen.

Die Spannweite reicht von -1,14 für XING (Internet/Software) bis hinunter zur französischen Wendel (Beteiligungsholding) mit einem Faktor von 2,66. In der Spitzengruppe der

zehn besten Unternehmen gibt es keine besondere Sektorkonzentration. Mit RIB Software und Dassault Systems sind zwei Software/IT-Unternehmen vertreten. Die vier Industriewerte erzielen alle überdurchschnittlich hohe Punktzahlen. Angeführt von RATIONAL mit zehn Punkten folgen Krones und KSB mit je acht Punkten, während Dürr mit sieben Punkten nur knapp dahinter rangiert. Der Bereich Medizintechnik hat eine breite Streuung und bietet insofern ein uneinheitliches Bild. Fresenius und FMC setzen bewusst eine vergleichsweise hohe Verschuldung ein, was mit der regen Akquisitionstätigkeit gekoppelt ist. Innerhalb der Gruppe nimmt Carl Zeiss mit neun Punkten die führende Position ein. Das Biotechnologieunternehmen Grifols (Spanien) schneidet hier mit zwei Punkten schlecht ab. Wie wir beim Kriterium Umsatzwachstum erläutert haben, ist das Unternehmen in den letzten Jahren stark über Akquisitionen gewachsen und dieser Umstand wird bei der Verschuldung deutlich sichtbar. Verschuldung und Eigenkapital sind von 2009 bis 2013 gestiegen.

Unmittelbar nach der Finanzkrise haben die Unternehmen ihre Nettoverschuldung deutlich reduziert. Ausgehend von kumuliert 188,6 Mrd. Euro im Jahr 2009 (alle 79 Unternehmen) wurde die Nettoschuldenposition 2010 um 11,3% auf 167,2 Mrd. Euro deutlich reduziert. In den Folgejahren stieg die Summe allerdings wieder an, insofern war dieser Effekt nicht nachhaltig.

KGV-Bewertung

- Bandbreite der KGV-Bewertung reicht von 57,9 (Lundin) bis 8,0 (VW)
- Unternehmen aus kapitalintensiven und zyklischen Branchen haben eine vergleichsweise niedrige Bewertung
- Aktuelle KGV-Bewertung 2014 deutlich unter dem Median: CompuGroup, Merck, Software AG, Metro, Antofagasta, Krones
- Aktuelle KGV-Bewertung deutlich über dem Median: Lundin Petroleum, Mediaset, Talk Talk Telecom, Ferrovial, Fresnillo, ArcelorMittal, Biotest und RIB Software

Abb. 9 Einzelauswertung Kriterium KGV-Bewertung

Lfd.Nr.	Ticker	Unternehmen	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	Median	Punkte
1	VOW3-DE	Volkswagen AG Pref	27,2	8,0	3,5	3,7	10,9	8,3	7,4	8,0	10
2	S92-DE	SMA Solar Technology AG	20,1	6,6	9,0	8,8	neg.	neg.	64,1	9,0	10
3	F-IT	Fiat S.p.A.	neg.	17,2	3,3	13,3	8,0	23,0	7,9	10,6	10
4	EN-FR	Bouygues SA	9,5	10,6	8,0	11,2	neg.	16,2	15,2	10,9	10
5	MAERSK.B-DK	A.P. Moller - Marsk A/S Class B	neg.	8,3	10,9	8,6	13,3	13,2	11,2	11,1	10
6	HBH3-DE	Hornbach Holding AG Pref	7,2	9,8	11,3	13,5	13,9	13,0	11,6	11,6	10
7	KSB3-DE	KSB AG Pref	6,5	13,2	9,6	9,7	11,7	19,9	12,0	11,7	10
8	JUN3-DE	Jungheinrich AG Pref	neg.	12,2	6,1	9,1	15,0	12,8	11,4	11,8	10
9	HBM-DE	HORNACH-BaumarktAG		9,7	9,6	14,6	18,6	12,1	11,5	11,8	9
10	FER-ES	Ferrovial, S.A.	neg.	2,0	5,4	11,5	14,2	31,4	28,7	12,9	9
11	BC8-DE	Bechtle AG	11,5	13,1	8,8	11,4	16,4	17,1	15,2	13,1	9
12	WAC-DE	Wacker Neuson SE	neg.	38,2	7,8	13,4	13,2	14,5	12,8	13,3	9
13	DRW3-DE	Draegerwerk AG & Co. KGaA Pref	25,5	9,9	8,6	10,0	13,7	20,3	14,1	13,7	9
14	DUE-DE	Durr AG	neg.	64,5	9,5	10,9	16,0	14,6	13,0	13,8	9
15	TTK-DE	TAKKT AG	17,4	20,8	8,4	10,3	16,9	13,8	12,5	13,8	9
		Mittelwert (Gesamt)	37,8	20,4	18,0	48,9	56,9	23,0	18,9	20,0	
		Median (Gesamt)	20,1	17,7	15,3	20,1	23,4	20,8	17,7	18,9	

vollständige Auflistung aller Unternehmen im Anhang; Datum Schlusskurs 10. September 2014

Quelle: FactSet, BHF-BANK

Für die Durchschnittsbildung haben wir die Medianwerte ermittelt. Sie sind besser geeignet als die Mittelwerte, weil die „Ausreißer“ den Medianwert nicht so verzerren. Darüber hinaus sind die Medianwerte nur aus positiven Multiplikatoren errechnet. Eine Verlustsi-

tuation ist in den Tabellen mit einem „neg.“ gekennzeichnet. Für die Gewinnschätzungen haben wir für alle Unternehmen ausschließlich Konsensschätzungen der von uns verwendeten Datenbank herangezogen.

Der Durchschnittswert über alle Unternehmen und Jahre liegt bei 18,9. Für das Jahr 2014 ergibt sich mit 20,8 ein leicht darüber liegendes Niveau. Die Einzelergebnisse bringen eine große Spannweite hervor. Sie reicht von 57,9 für Lundin Petroleum bis hinunter zu 8,0 für VW.

Innerhalb der Gruppe von Unternehmen mit der höchsten Punktzahl sind die beiden Automobilwerte VW und Fiat vertreten. Insgesamt sind in der Spitzengruppe Unternehmen aus kapitalintensiven und zyklischen Industrien vertreten. Neben den Autowerten gilt dies insbesondere für den Anlagenbauer Bouygues und auch für die Maschinenbauwerte, Dürr und KSB. Eine niedrige Bewertung kann allerdings auch eine Zyklizität bei den Erträgen reflektieren. Bei der Gruppe von Unternehmen mit der niedrigsten Punktzahl (siehe Tabelle im Anhang) gibt es keine besonderen Branchenschwerpunkte.

Eine Indikation für eine Über- oder Unterbewertung gibt die Abweichung zwischen dem aktuellen KGV 2014 und dem Median. In der Auswahl gibt es insgesamt mehr Abweichungen nach oben (aktuelles KGV 2014 > Medianwert). Besonders auffallend ist die Differenz bei der CompuGroup. Hier liegt der Median 09 -15E bei 31,0 während das KGV 2014E bei nur 14,7 liegt. Die Konsens-Gewinnschätzung für 2014E liegt bei 1,28 Euro (+180% ggü. Vj.), eine weitere Gewinnsteigerung wird für 2015E erwartet. Das durchschnittliche Kursziel (sechs Analystenschätzungen) wird aktuell bei 21,19 Euro gesehen. In unserem Scoring erreicht das Unternehmen insgesamt 24 Punkte.

Ähnlich ist die Situation bei der Merck KGaA. Hier vergleicht sich der Median von 23,6 mit einem aktuellen KGV 2014E von 14,6. Auch hier erwartet der Durchschnitt der Analysten (25 Schätzungen) für das lfd. Jahr einen Gewinnanstieg von rd. 68% auf 4,67 Euro je Aktie. Das durchschnittliche Kursziel liegt mit 65,9 Euro allerdings unter dem aktuellen Kurs von 67,80 Euro und nur 19% der Analysten haben für die Aktie eine positive Empfehlung. In unserem Scoring erreicht Merck mit 36 Punkten einen Mittelplatz. Die höchsten Punkte werden beim Kriterium Cash Conversion (acht Punkte) und bei den Kriterien EK-Quote und EBIT-Marge (jeweils sieben Punkte) erreicht. Weitere moderate „Unterbewertungen“ treten auf bei Software AG, Antofagasta, Metro und Kronos, die eine weitergehende Analyse erfordern.

Bei Lundin Petroleum liegt dagegen das aktuelle KGV 2014E mit 82,2, was schon auffällig ist, deutlich über dem Median von 23,4. Nach den Konsensschätzungen (26 Analysten) wird erst für 2015E ein deutlicher Anstieg des Gewinns je Aktie auf 0,52 Euro (+225%) erwartet. Sofern dem Unternehmen dies gelingt, würde sich mit 27 ein deutlich „normaleres“ Bewertungsniveau ergeben. Immerhin sind 63% der Analysten positiv für die Aktie. Aus ihren Schätzungen ergibt sich ein Kursziel von rund 16 Euro, verglichen mit einem aktuellen Kurs von 13,90 Euro. Lundin belegt in unserem Scoring den 18. Platz und erreicht 38 Punkte. Bei den Kriterien EBIT-Marge und Cash Conversion erreicht Lundin jeweils die maximale Punktzahl. Weitere „Überbewertungen“ (KGV 2014 E > Median) für Mediaset, Talk Talk Telecom, Ferrivial, Fresnillo, ArcelorMittal, Biotest und RIB Software.

Zusammenfassung der Ergebnisse

- Generell legen die Familienunternehmen seit einigen Jahren Wert auf eine solide Eigenkapitalausstattung
- Software/IT-Unternehmen führen die Hitliste an: RIB Software, Nemetschek, Dassault Systems
- Konsumgüter-Unternehmen ebenfalls in der Spitzengruppe vertreten: Swatch, H&M, Hermès, Inditex, Societe BIC

Abb. 10 Gesamtauswertung: TOP 15 Unternehmen

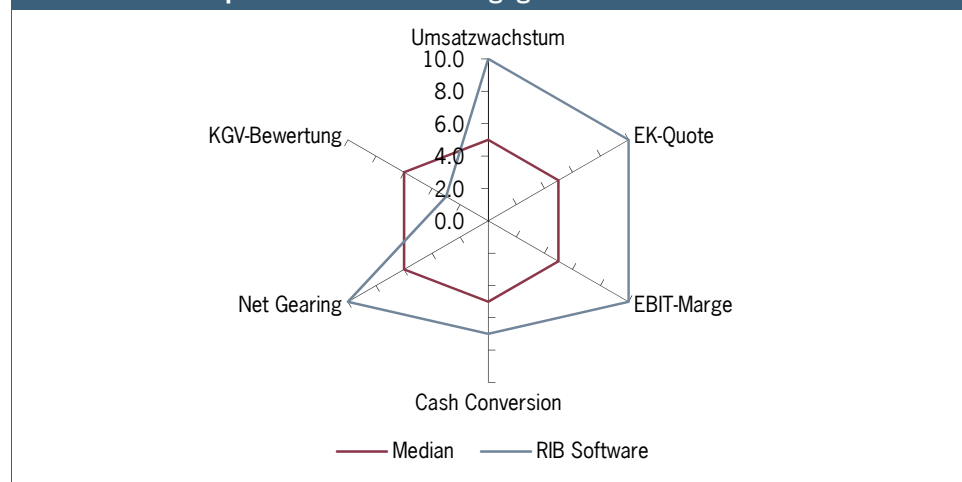
Lfd. Nr.	Ticker	Unternehmen	Umsatz- wachstum	EK-Quote	EBIT-Marge	Cash- conversion	Net Gearing (x)	KGV- Bewertung	Summe
1	RSTA-DE	RIB Software AG	10	10	10	7	10	3	50
2	NEM-DE	Nemetschek AG	7	8	8	8	9	7	47
3	O1BC-DE	XING AG	10	7	9	10	10	1	47
4	UHR-CH	Swatch Group Ltd. Bearer	9	10	9	2	8	7	45
5	WAC-DE	Wacker Neuson SE	9	10	4	7	6	9	45
6	DSY-FR	Dassault Systemes SA	9	8	9	7	10	1	44
7	ANTO-GB	Antofagasta plc	9	8	10	2	8	6	43
8	FRES-GB	Fresnillo plc	9	9	10	5	9	1	43
9	TEN-IT	Tenaris S.A.	5	9	9	5	7	8	43
10	HM.B-SE	Hennes & Mauritz AB Class B	7	10	8	4	9	4	42
11	RMS-FR	Hermes International SCA	10	10	10	2	9	1	42
12	ITX-ES	Industria de Diseno Textil, S.A.	7	9	8	6	9	3	42
13	RAA-DE	RATIONAL AG	7	10	10	2	10	3	42
14	BB-FR	Societe BIC SA	3	9	9	5	8	8	42
15	S92-DE	SMA Solar Technology AG	1	8	6	6	10	10	41
Median (Gesamt)			5	5	5	5	6	6	32

vollständige Auflistung aller Unternehmen im Anhang

Quelle: FactSet, BHF-BANK

In der Gesamtwertung erreicht die deutsche RIB Software AG mit 50 Punkten bzw. 83% von maximal zu erreichenden 60 Punkten den Spitzenplatz. RIB überzeugt vor allem mit einer sehr soliden Eigenkapitalquote, einem dynamischen Umsatzwachstum und einer Nettoliquiditätsposition. Lediglich bei der Bewertung wird eine niedrige Punktzahl erreicht.

Abb. 11 Gesamtprofil: RIB Software AG gegenüber Median



Quelle: FactSet, BHF-BANK

Insgesamt wird unsere Hitliste von Software/IT-Unternehmen angeführt. Neben RIB sind mit Nemetschek und Dassault Systemes weitere Unternehmen innerhalb der ersten zehn Plätze.

Abb. 12 Gesamtscore: Übersicht Unternehmen Software / IT

Ticker	Unternehmen	Umsatz- wachstum	EK-Quote	EBIT- Marge	Cash- conversion	Net Gearing (x)	KGV- Bewertung	Summe
RSTA-DE	RIB Software AG	10	10	10	7	10	3	50
NEM-DE	Nemetschek AG	7	8	8	8	9	7	47
DSY-FR	Dassault Systemes SA	9	8	9	7	10	1	44
BC8-DE	Bechtle AG	8	8	1	3	8	9	37
SOW-DE	Software AG	1	7	9	3	6	8	34

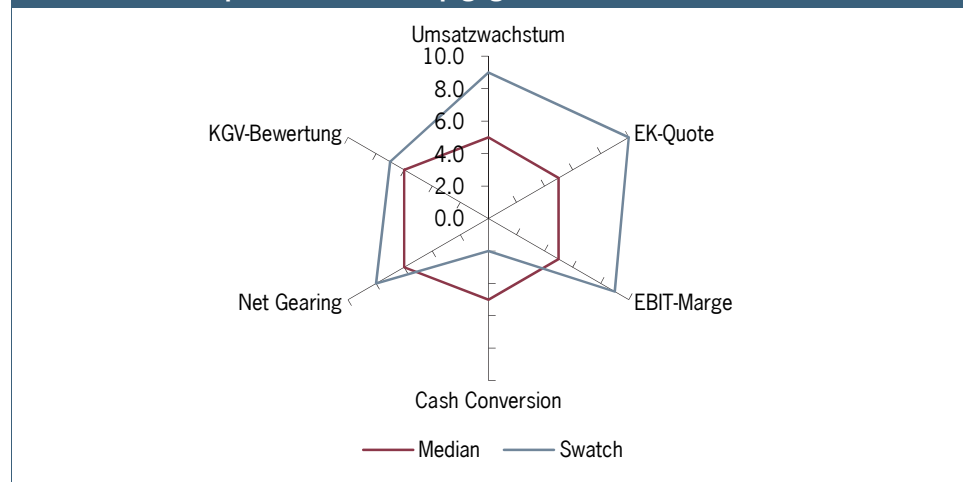
vollständige Auflistung aller Unternehmen im Anhang

Quelle: FactSet, BHF-BANK

Diese Gruppe von Unternehmen hat ihre besonderen Stärken in einer soliden Eigenkapitalausstattung und korrespondierend guten Werten beim Net Gearing. Außerdem haben alle Unternehmen, bis auf Bechtle, hohe Punktzahlen bei der EBIT-Marge. Bechtle kommt hier auf einen Medianwert von 3,4% über den Zeitraum 2009 – 2015E.

Ebenfalls in der Spitzengruppe gut vertreten, aber hinter den Softwareunternehmen, liegen einige konsumnahe Unternehmen. Sie werden angeführt vom Schweizer Uhrenhersteller Swatch Group mit 45 Punkten. Weitere Vertreter sind H&M, Hermès und Inditex. Das Swatch-Profil ist dem Profil von RIB Software sehr ähnlich. Aktuell ist Swatch bei der KGV-Bewertung jedoch etwas attraktiver.

Abb. 13 Gesamtprofil: Swatch Group gegenüber Median



Quelle: FactSet, BHF-BANK

Wie Abb. 14 zeigt, haben auch die konsumnahen Unternehmen insgesamt eine hohe Eigenkapitalausstattung. Einzige Ausnahme ist hier die schweizerische Dufry AG, die auf einen Medianwert von 34,3% kommt, was aus unserer Sicht als unkritisch anzusehen ist. Auch hier zeigt sich die gute Eigenkapitalausstattung sozusagen spiegelbildlich in guten Werten für das Net Gearing. Aufgrund der zum Teil starken Marken und des hohen Bekanntheitsgrades lassen sich auch gute Ertragsmargen erzielen. Über gezielte Internationalisierungsstrategien wird damit auch das Umsatzwachstum angekurbelt.

Abb. 14 Gesamtscore Unternehmen konsumnaher Bereich

Ticker	Unternehmen	Umsatz- wachstum	EK-Quote	EBIT- Marge	Cash- conversi- on	Net Gearing (x)	KGV- Bewer- tung	Summe
UHR-CH	Swatch Group Ltd. Bearer	9	10	9	2	8	7	45
HM.B-SE	Hennes & Mauritz AB Class B	7	10	8	4	9	4	42
RMS-FR	Hermes International SCA	10	10	10	2	9	1	42
TOD-IT	TOD'S S.p.A.	4	10	8	4	8	5	39
GW1-DE	Gerry Weber International AG	6	9	5	3	7	8	38
FIE-DE	Fielmann AG	4	10	7	4	10	2	37
SPD-GB	Sports Direct International plc	10	5	4	5	5	5	34
DUFN-CH	Dufry AG	10	3	3	9	2	2	29
KER-FR	Kering SA	1	6	8	1	4	7	27

vollständige Auflistung aller Unternehmen im Anhang

Quelle: FactSet, BHF-BANK

Mit Wacker Neuson (45 Punkte) und RATIONAL (42 Punkte) sind auch zwei deutsche Maschinenbauer beim Gesamtranking in der Spitzengruppe vertreten. Beim Net Gearing erreichen alle Unternehmen hohe bis überdurchschnittliche Punktzahlen. Bis auf Wacker Neuson haben alle anderen Unternehmen über den gesamten Zeitraum 2009 bis 2015E in jedem Jahr jeweils eine Nettoliquidität. Bei Krones, Dürr und KSB dürfte dies mit dem teilweise vorhandenen Projektgeschäft und der damit verbundenen Anzahlungssystematik zu erklären sein. Jungheinrich (Gabelstapler, Fördertechnik) und Wacker Neuson (Baumaschinen) betreiben dagegen eher ein Seriengeschäft, mit welchen andere Cash Flow Ströme verbunden sind. Die erreichten Ertragsniveaus sind dagegen deutlich niedriger als in einigen anderen Industrien. RATIONAL bildet eine Ausnahme und liegt bei der EBIT-Marge (Median 09-15E) mit 28,1% mit deutlichem Abstand vor allen anderen Maschinenbauern. Sie erreichen Werte zwischen 3,6% (Krones) und 8,8% (Wacker Neuson). Trotz herausragender Technologien lassen sich u.E. offenbar aufgrund der Wettbewerbsintensität die Verkaufspreise nur in engeren Grenzen aktiv beeinflussen und begrenzen so das Margenniveau. Bei Jungheinrich ist das Neugeschäft mit vergleichsweise niedrigen Margen versehen, Geld wird mit Service und dem Ersatzteilgeschäft über die Lebenszeit der Fahrzeuge verdient. Als einen wesentlichen Erfolgsfaktor dieser Branche sehen wir die Technologie und die Innovationskraft an, die durch unsere sechs Kriterien nicht direkt gemessen wird.

Abb. 15 Gesamtscore Maschinenbau-Unternehmen

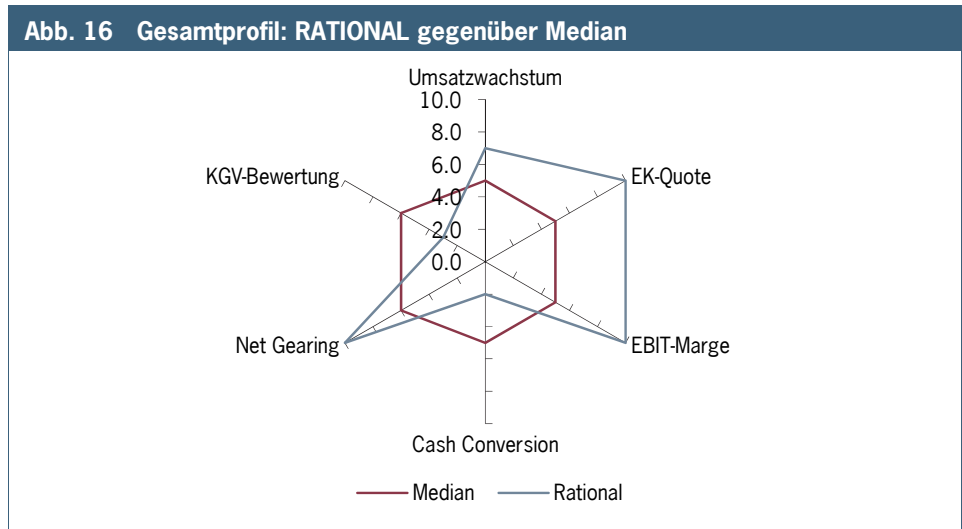
Ticker	Unternehmen	Umsatz- wachstum	EK-Quote	EBIT- Marge	Cash- conversion	Net Gearing (x)	KGV- Bewertung	Summe
WAC-DE	Wacker Neuson SE	9	10	4	7	6	9	45
RAA-DE	RATIONAL AG	7	10	10	2	10	3	42
DUE-DE	Durr AG	10	2	3	5	7	9	36
KRN-DE	Krones AG	6	5	1	9	8	6	35
KSB3-DE	KSB AG Pref	2	4	2	8	8	10	34
JUN3-DE	Jungheinrich AG Pref	5	3	3	2	7	10	30

vollständige Auflistung aller Unternehmen im Anhang

Quelle: FactSet, BHF-BANK

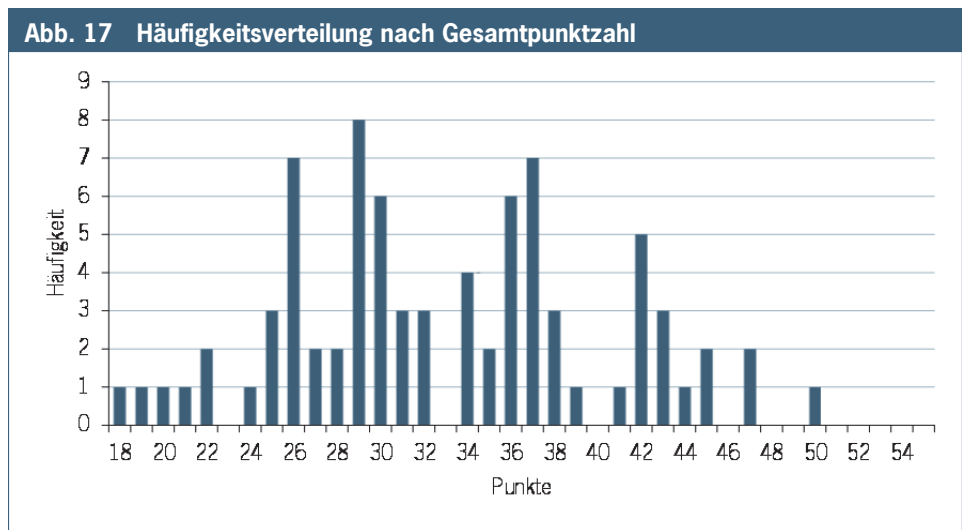
RATIONAL hat das Unternehmen nach eigener Aussage streng am Kundennutzen ausgerichtet. Das Unternehmen hat den technologischen Vorsprung vor seinen Wettbewerben einmal mit fünf bis sechs Jahren quantifiziert.

Regelmäßige Innovationen verteidigen diese Position. Aktuell hält das Unternehmen rd. 470 Patente und gibt pro Jahr im Durchschnitt 3-4% des Umsatzes für Forschung und Entwicklung aus. Wichtigstes Merkmal in der Produktion ist u.E. die geringe Fertigungstiefe und eine auftragsbezogene Fertigung, wodurch ein Fertigwarenlager vermieden werden kann. Damit lässt sich größtenteils die weit überdurchschnittliche EBIT-Marge von rd. 28% erklären (siehe Abb. 16). Es verdeutlicht noch einmal die Ausnahmestellung von RATIONAL bei der Ertragsmarge.



Quelle: FactSet, BHF-BANK

Abschließend zeigen wir in Abb. 17 die Häufigkeitsverteilung nach der erreichten Gesamtpunktzahl. Dabei ist auffallend dass der mittlere Bereich zwischen 30 bis 35 Punkten eher schwach besetzt ist. Insofern ist die Verteilung atypisch. Bei 32 Punkten, die von Kühne & Nagel International erreicht werden (40. Platz) wird die Grundgesamtheit quasi zweigeteilt. Bei der Analyse der EBIT-Marge wurde sichtbar, dass nur ganz wenige Unternehmen vorübergehend negative operative Erträge zu verkräften hatten. Insofern agieren auch einige Unternehmen, deren Platzierungen in der zweiten Hälfte der Punktewertung liegen, auf noch akzeptablem Niveau. Darüber hinaus gibt es zahlenmäßig mehr Spitzenunternehmen als „schwache“ Unternehmen am unteren Ende der Punkteskala.



Quelle: FactSet, BHF-BANK

Definition und Charakteristika von Familienunternehmen

Der Begriff des Familienunternehmens wird in vielfältiger Weise verwendet und in Deutschland oft mit den mittelständischen Unternehmen gleichgesetzt. Dies ist u.E. zu eng gefasst und gibt die tatsächliche Struktur nur unzureichend wieder. Familienunternehmen können Weltmarktführer in der Nische, innovative Mittelständler aber auch weltumspannende Großunternehmen sein. Sie sind in nahezu allen Wirtschaftszweigen vertreten, es gibt sie in unterschiedlichen Rechtsformen und die Unternehmen können börsennotiert oder privat sein. Auch international, z.B. in den USA, in Großbritannien oder in anderen kontinentaleuropäischen Ländern hat dieser noch näher zu definierende Unternehmenstyp eine hohe Bedeutung⁸ für die jeweiligen Volkswirtschaften und die Kapitalmärkte⁹.

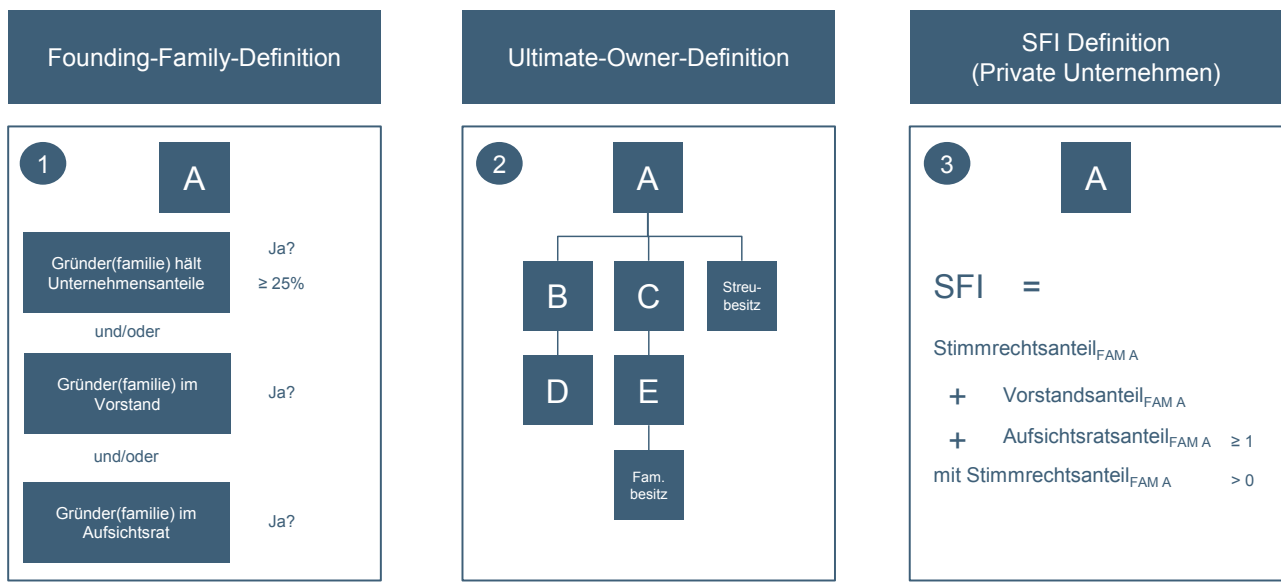
In diesem Kapitel werden zunächst die gängigen wissenschaftlichen Definitionen vorgestellt. Daraus leiten wir „unsere“ Definition ab, die auf die Belange einer Investitionsentscheidung in börsennotierte Familienunternehmen abstellt. Schließlich wird die Gruppe der Familienunternehmen anhand einiger wichtiger Kenngrößen beschrieben, um damit Faktoren erfolgreicher Familienunternehmen abzuleiten.

Definition der Familienunternehmen

Nach dem aktuellen Stand gibt es verschiedene Definitionen für den Begriff des Familienunternehmens, die im Laufe der letzten Jahre immer wieder modifiziert und teilweise verfeinert wurden. Im Kern geht es dabei um das Thema der **Einheit von Eigentum und Führung** des Unternehmens. Die Unterschiede in den Definitionen sind teilweise sehr gering, führen aber im Ergebnis zu eher breiten oder engen Abgrenzungen.

⁸ von Weizsäcker, Robert K., Krempel, K., Familienunternehmen: Auf lange Sicht erfolgreich?, München, 2006, dort weitere Quellenangaben

⁹ Stiftung Familienunternehmen (Hrsg.), Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland, bearbeitet vom Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) der Technischen Universität München (TUM), Oktober 2009; dort Verweis auf weitere Studien

Abb. 18 Überblick: Anerkannte Definitionskonzepte

Quelle: siehe Fußnote 9 auf Seite 29

Die Founding Family Definition stellt vor allem auf die Gründerfamilie und deren Kapitalbeteiligung am Unternehmen (im Bild 1 = „A“) und Präsenz in den Unternehmensorganen ab. Danach ist es ausreichend, wenn eines der drei Kriterien erfüllt ist, um ein Unternehmen als Familienunternehmen zu qualifizieren. Nach dieser Definition ist z.B. die BMW-Gruppe heute kein Familienunternehmen mehr. Die Mitglieder der Gründerfamilie Karl Rapp (1913 wurde die Karl Rapp Motorenwerke GmbH als Vorläufer von BMW gegründet) halten heute keine Anteile mehr und sind auch nicht in den Unternehmensorganen vertreten. Die heutige Beteiligung der Familie Quandt würde danach als Vermögensanlage angesehen und BMW nicht als Familienunternehmen qualifizieren. Die Ultimate-Owner-Definition stellt ausschließlich die Eigentümerstruktur des Unternehmens als Entscheidungskriterium in den Vordergrund. Nach Bild 2 der Abb. 18 kann eine Familie auch mittelbar über komplexere Strukturen, durch die Felder E und C dargestellt, am Unternehmen A beteiligt sein. Zu den mittelbaren Beteiligungsstrukturen können z.B. Holding- oder Stiftungsstrukturen (z.B. hält die KSB Stiftung ca. 80% der 886.615 Stammaktien der KSB AG) gehören. Das SFI-Konzept (Substantial Family Influence) ist wieder breiter angelegt und misst den Einfluss auf das Unternehmen „A“ anhand von Faktoren für die in Bild 3 aufgeführten Kriterien.

Um in börsennotierte Familienunternehmen investieren zu können, sollte die Definition etwas weiter gefasst sein, um das potenzielle Universum möglicher Unternehmen bzw. deren Aktien nicht zu sehr einzuengen. In Anlehnung an die beschriebenen Definitionen sollten zwei der nachfolgenden drei Kriterien erfüllt sein:

- Mitglieder der Gründerfamilie oder deren Nachfahren sollten direkt oder indirekt mindestens 25% am stimmberechtigten Kapital halten
- Mitglieder der Gründerfamilie oder deren Nachfahren sollten aktiv in der Unternehmensführung mitarbeiten
- Mitglieder der Gründerfamilie oder deren Nachfahren sollten aktiv in einem Kontrollgremium vertreten sein.

Nach dieser Regel sind verschiedene Kombinationen denkbar. Insbesondere ist es auch denkbar, dass der Kapitalanteil kleiner ist als 25%, dafür aber die beiden anderen Kriterien erfüllt sind, also die Mitarbeit im Vorstand bzw. im Aufsichtsrat.

Das Kriterium „25%-Beteiligung am stimmberechtigten Kapital“ ist auf Deutschland zugeschnitten. Bei dieser Schwelle spricht man bezogen auf Deutschland von einer Sperrminorität. Denn für bestimmte Entscheidungen bedarf es einer qualifizierten Mehrheit von 75% des auf der Hauptversammlung vertretenen Grundkapitals. Dazu gehören u.a. Satzungsänderungen (§179 (2) AktG.), Kapitalerhöhungen (§§182 (1), 193 (1) AktG.) oder die Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern nach §103 (1) AktG. In anderen Ländern kann es hier andere Regelungen und Schwellenwerte geben. Für die USA wird als Schwellenwert häufig die 5%-Grenze verwendet, während z.B. in Frankreich 20% angesetzt werden.¹⁰

Bezüglich der Mitarbeit in der Unternehmensführung sieht das deutsche System bei Aktiengesellschaften eine Trennung von Vorstand und Aufsichtsrat vor und wird als dualistisches System bezeichnet. Daneben gibt es die monistischen Systeme wie z.B. den Board of Directors aus dem angelsächsischen Raum. Die Europäische Gesellschaft (Societas Europaea oder SE) erlaubt für die Unternehmensführung beide Varianten. In Deutschland haben die Rechtsform der SE z.B. BASF, Bilfinger, Fuchs Petrolub, Masterflex oder Puma gewählt und im Fall der vier erstgenannten Unternehmen wurde die Führungsstruktur mit Vorstand und Aufsichtsrat beibehalten. Unsere obige Definition wird auf alle Varianten der Unternehmensführung angewendet. Beispielhaft haben wir für drei Unternehmen die einzelnen Kriterien aufgelistet.

Abb. 19 Henkel KG aA

Kriterien	Ausprägung	Bemerkungen
Land	Deutschland	
Sektor	Konsumgüter	
Eigentumsanteil der Gründer/Nachfahren	59%	Aktienbindungsvertrag bündelt 59% der stimmberechtigten Stammaktien bei Familie Henkel, verlängert bis 31.12.2033; verteilt auf 3 Familienstämme 40:40:20 (Fritz junior, Hugo, Emmy)
Mitwirkung Vorstand	keine direkte Mitwirkung	Gesellschafterausschuss als 3. Gremium von Familie Henkel dominiert, bestellt Geschäftsführung, wirkt anstelle der Hauptversammlung bei der Führung der Geschäfte mit
Mitwirkung Aufsichtsrat	3 Mitglieder, inkl. Vorsitz	

Familienunternehmen: JA

Quelle: Unternehmensangaben, BHF-BANK

Bei Henkel sind zwei von drei Kriterien erfüllt. Die drei Familienstämme haben mit 59% Anteil der stimmberechtigten Stammaktien weitreichende Einflussmöglichkeiten. Familienmitglieder sind nicht direkt in den Vorstand entsendet; indirekt besteht jedoch über den Gesellschafterausschuss eine Möglichkeit der Mitwirkung.

¹⁰ Siehe Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland, a.a.O., S.17

Abb. 20 The Swatch Group Ltd.

Kriterien	Ausprägung	Bemerkungen
Land	Schweiz	
Sektor	Sonstige Konsumgüter	Uhrenhersteller mit breitem Markenspektrum
Eigentumsanteil der Gründer/Nachfahren	Hayek Pool: 40.8% davon Erbgemeinschaft N.G. Hayek 36.1%	Hayek Pool als Verbindung der Anteile der Erbgemeinschaft und nahestehender Institutionen (Amman Holding AG, Pensionskasse Swatch Group)
Mitwirkung Konzernleitung	2 Mitglieder inkl. Vorsitz	Operative Aufgaben Nick Hayek, Jr., Präsident Konzernleitung Dr. h.c. Marc Alexander Hayek
Mitwirkung Verwaltungsrat	2 Mitglieder inkl. Vorsitz	Strategische Ausrichtung und Kontrollgremium Dr. h.c. Nayla Hayek, Präsidentin Nick, Hayek, Jr.

Familienunternehmen: JA

Quelle: Unternehmensangaben, BHF-BANK AG

Bei der schweizerischen Swatch Group sind alle drei Kriterien erfüllt. Die Familieninteressen sind im Hayek Pool konzentriert. Darüber hinaus sind je zwei Mitglieder der Familie in der Konzernleitung und im Verwaltungsrat. Swatch ist somit ebenfalls ein Familienunternehmen.

Abb. 21 Gerry Weber International AG

Kriterien	Ausprägung	Bemerkungen
Land	Deutschland	
Sektor	Konsumgüter	Bekleidungsartikel
Eigentumsanteil der Gründer/Nachfahren	Gerhard Weber 29.05% Ralf Weber 2.43%	
Mitwirkung Vorstand	2 Mitglieder inkl. Vorsitz	Gerhard Weber, CEO Ralf Weber
Mitwirkung Aufsichtsrat	1 Mitglied	Charlotte Weber-Dresselhaus (Ehefrau v. Gerhard Weber)

Familienunternehmen: JA

Quelle: Unternehmensangaben, BHF-BANK AG

Auch bei Gerry Weber treffen alle drei Kriterien zu. Der Gründer, Herr Gerhard Weber, hält mehr als 25% der Anteile und ist gleichzeitig der Vorstandsvorsitzende des Unternehmens. Somit handelt es sich ebenfalls um ein Familienunternehmen im Sinne unserer Definition.

Charakteristika von Familienunternehmen

Unabhängig von der Rechtsform und einer Börsennotierung sind Familienunternehmen in Deutschland der dominierende Unternehmenstyp und haben für die Wirtschaftsentwicklung eine hohe Bedeutung¹¹. Von den rund 3,65 Mio. Unternehmen erzielen knapp 4.500 als Familienunternehmen einen Umsatz von mehr als 50 Mio. Euro¹².

¹¹ Stiftung Familienunternehmen (Hrsg.), Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen, bearbeitet vom Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH und dem Institut für Mittelstandsforschung ifm Mannheim, Stuttgart, November 2009

¹² Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI), Deutsche Bank AG, Die größten Familienunternehmen in Deutschland, Daten, Fakten, Potenziale, Studie durchgeführt vom Institut für Mittelstandsforschung Bonn, November 2013

Umsatzentwicklung

Die einleitend erwähnten 4.500 Familienunternehmen erwirtschafteten gem. der zitierten Studie etwa ein Fünftel der Umsätze aller deutschen Unternehmen. Zu rund 32% sind sie dem Industriesektor zuzuordnen. Nach den weiteren Ergebnissen der Studie lag der durchschnittliche Umsatz dieser Gruppe 2011 bei 390 Mio. Euro je Unternehmen. Die Staatsschuldenkrise 2011 hat sich bisher nicht negativ auf die Umsatzentwicklung dieser Gruppe von Unternehmen ausgewirkt. Nach einer Umfrage von DIE FAMILIENUNTERNEHMER¹³ rechnen die Mitgliedsfirmen (andere Abgrenzung als in der BDI-Studie) 2014 mit einer leichten Verbesserung der Geschäftslage. Dies stützt sich im Wesentlichen auf die Auftragslage und die Zuversicht hinsichtlich des Exports. Angesichts der jüngsten aufgekommenen geopolitischen Risiken sehen wir hier eher Anpassungsbedarf nach unten als nach oben.

Eigenkapital und Ertrag

Generell hat eine solide Eigenkapitalquote für Familienunternehmen eine hohe Bedeutung. Der Gruppe der privaten Familienunternehmen steht der Weg der Finanzierung über die Börse nicht zur Verfügung und insofern wird diese geringere Flexibilität durch eine höhere Eigenkapitalquote gewissermaßen ausgeglichen. Mit einer Eigenkapitalquote, die von 33,6% (2009) auf 36,5% (2012) stieg, sind die Familienunternehmen in Deutschland solide finanziert¹⁴. Dieser Wert liegt deutlich über dem von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Bundesdurchschnitt von 27,5%¹⁵. Vermutlich hat die Gewinnthesaurierung und Reinvestition in das eigene Unternehmen eine höhere Bedeutung als die Bedienung außenstehender Aktionäre.

Die Ertragssituation hat sich nach der letzten Finanzkrise deutlich verbessert. Die Umsatzrentabilität nach Steuern konnte von 2,3% (Mittelwert 2009) auf 3,2% (Mittelwert 2011) deutlich gesteigert werden. 2012 ergab sich für eine Auswahl von rund 1.000 Unternehmen, für die bereits Zahlen vorlagen, allerdings wieder ein Rückgang auf etwa 2,8%¹⁶.

Risiken: Konflikte und Nachfolgeregelung

Zu den großen Themen, die die generationenübergreifende Fortführung eines Unternehmens gefährden kann, gehört die Nachfolgeregelung¹⁷. Für viele Firmengründer ist dieses Thema ein wichtiges Anliegen und wird u.E. altersbedingt in den nächsten Jahren verstärkt relevant. Dies ergibt sich auch aus der Umfrage von PwC (siehe Fußnote 17). Dabei kann es zu Problemen kommen, wenn es keine Nachfahren des Gründers gibt oder die fachliche Eignung nicht vorhanden ist. Die Probleme können jedoch auch schlicht durch das mangelnde Interesse der Nachfolgeneration entstehen. Jeder Gründer ist daher gut beraten, die Nachfolgeregelung rechtzeitig anzugehen und einen potenziellen Nachfolger/-in langfristig aufzubauen. Im Rahmen eines künftigen Übergangs

¹³ DIE FAMILIENUNTERNEHMER – ASU e.V., DIE JUNGEN UNTERNEHMER – BJU, Umfrage Q1 2014, Februar 2014

¹⁴ BDI, Deutsche Bank, a.a.O., Seite 19

¹⁵ Deutsche Bundesbank, Unternehmensbilanzstatistik

¹⁶ BDI, Deutsche Bank, a.a.O., Seite 15

¹⁷ PricewaterhouseCoopers AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (Hrsg.), Die Zukunft von Familienunternehmen – der Kern der Wirtschaft, November 2012, Seite 28

eines Betriebes rücken auch steuerliche Überlegungen stärker in den Vordergrund. Als Alternativen im Rahmen der Nachfolge bieten sich ein Unternehmensverkauf oder eventuell auch ein Börsengang an.

Um eine substantielle Gefährdung des Unternehmens zu vermeiden, empfiehlt sich insbesondere bei zahlenmäßig großen Familienstämmen die Schaffung einer Familienverfassung¹⁸. Damit können u.a. das Handling von Kapitalanteilen geregelt werden oder Eskalationsregeln im Falle von Streitigkeiten festgelegt sein.

Erfolgsfaktoren von Familienunternehmen

Um ein Unternehmen anhand seines Profils zu beschreiben, kann man unterschiedliche Kriterien wie z.B. die Organisationsstruktur, die produktseitige und regionale Diversifizierung, die Markt- und Wettbewerbsstruktur, die Einkaufs- und Produktionsstrategie und weitere Merkmale heranziehen. Wir konzentrieren uns in diesem Abschnitt auf Kriterien, mit denen sich Familienunternehmen u.E. von der Gruppe der anderen Unternehmen i.d.R. mehr oder weniger deutlich unterscheiden, um dadurch Erfolgsfaktoren ableiten zu können.

Der Weg zur Marktführerschaft

Zahlreiche Familienunternehmen zeichnen sich durch langfristiges und beständiges Wachstum aus. Aus den zahlreichen Beispielen des Wachstums der sogenannten Hidden Champions lassen sich als wesentliche Umsatztreiber die Faktoren

Globalisierung und

Innovation

herausfiltern¹⁹. Der Megatrend der Globalisierung bietet, richtig genutzt, erhebliche Wachstumschancen. Insbesondere bei schon erreichten hohen Marktanteilen auf dem Heimatmarkt kann eine gut durchdachte Internationalisierungsstrategie neues Wachstum auslösen. Unternehmen wie z.B. Würth (Befestigungstechnik) oder Claas (Landmaschinen) sind dafür gute Beispiele. Die Würth-Gruppe konnte im Zeitraum 2004 bis 2013 ihren Umsatz um jährlich durchschnittlich 5,2% steigern und erreichte zuletzt 9,745 Mio. Euro²⁰. Im gleichen Zeitraum konnte das Betriebsergebnis vor Steuern um jährlich durchschnittlich 1,3% von 395 Mio. Euro auf 445 Mio. Euro gesteigert werden. Umsatzrückgänge gab es lediglich in den Jahren 2009 und 2013 bzw. Betriebsergebnisrückgänge in den Jahren 2008 und 2009. Das Geschäftsmodell der Würth-Gruppe ist sehr vertriebsorientiert.

Der Landmaschinenhersteller Claas konnte im Zeitraum 2004 bis 2013 seinen Gruppenumsatz um jährlich durchschnittlich 7,9% (von 1.928 Mio. Euro auf 3.824 Mio. Euro) und

¹⁸ Wieselhuber, Norbert, Löhner, Andreas M., Thum, Gustl F., Erfolgsfaktoren von Familienunternehmen, München, 2006

¹⁹ Hidden Champions, Die Erfolgsstrategien unbekannter Weltmarktführer, Simon, Hermann, Campus-Verlag, Frankfurt am Main, 2007, Seite 66 ff.

²⁰ Würth, Geschäftsbericht 2013, Seite 21 u. 40, www.wuerth.com

das Ergebnis vor Steuern um beachtliche 26,3% (von 36,1 Mio. Euro auf 295,3 Mio. Euro) anheben²¹. Dies führte zu einer deutlichen Verbesserung der Bruttomarge auf 7,7% (2004: 1,9%).

Marktführerschaft lässt sich wertmäßig oder anhand von Absatzzahlen messen. Unternehmen in dieser Position sind idealerweise in der Lage, selbst neue Technologie- und Qualitätsstandards zu setzen und so den Abstand zu nachfolgenden Wettbewerbern zu wahren. Wachstum und Marktführerschaft allein sind allerdings kein Garant für eine langfristig positive Unternehmensentwicklung. Der Hype und der sich schnell anschließende Niedergang der Solarindustrie in Deutschland ist dafür ein gutes Beispiel. Zu einer erfolgreichen Strategie gehört auch, rechtzeitig Marktveränderungen zu erkennen und sich darauf einzustellen. Dies gilt ebenso für den Eintritt neuer Wettbewerber: Upcoming Stars können etablierte Spieler bedrohen. Wie im Scoring-Modell gezeigt wurde, geht Umsatzwachstum oft einher mit einer Steigerung der Marktkapitalisierung.

Innovationskraft

Innovationen sind eine der wesentlichen Triebfedern für den allgemeinen wirtschaftlichen Fortschritt. Auf Unternehmensebene können sich innovative Unternehmen Wettbewerbsvorteile gegenüber weniger innovativen Wettbewerbern schaffen und somit dazu beitragen, den langfristigen Unternehmenserfolg zu sichern. Dem Innovationsbegriff liegt das Schumpeter'sche Denkmodell der „schöpferischen Zerstörung“ zu Grunde²². Eine weit gefasste Definition veröffentlichte die OECD 2005: „An innovation is the implementation of a new or significantly improved product (good or service), or process, a new marketing method, or a new organisational method in business practices, workplace organization or external relations.“²³

Der erste Teil der OECD-Definition betrifft gewissermaßen das Außenverhältnis eines Unternehmens, in dem innovative Produkte oder Dienstleistungen Vorteile für den Kunden bieten. Im Sinne des ökonomischen Prinzips kann entweder ein vorhandener Kundennutzen erhöht werden oder ein bereits gegebener Kundennutzen kann künftig zu günstigeren Preisen zur Verfügung gestellt werden. Der zweite Teil der Definition beleuchtet eher das Innenverhältnis eines Unternehmens. Hier können u.a. eigene Produktionsmethoden verbessert werden (z.B. kürzere Durchlaufzeiten), die Arbeitsproduktivität erhöht werden, die Marketingstrategie kann neue Wege beschreiten oder die Unternehmensorganisation kann schlanker werden.

In diesem Sinne innovative Unternehmen erarbeiten sich somit Wettbewerbsvorteile gegenüber anderen, weniger innovativen Unternehmen, die sich u.a. in einer engeren Kundenbindung oder in mehr Spielraum bei der Preisgestaltung niederschlagen können. Vielen der sog. Hidden Champions, zu denen auch einige Familienunternehmen gehören, gelingt es mehr oder weniger dauerhaft, sich diese Vorteile zu erhalten und so den Wettbewerb auf Abstand zu halten. Bei den Produktinnovationen ist der Produkt-Lebenszyklus zu beachten. Die reifen Produkte, die irgendwann vom Markt verschwinden, müs-

²¹ Claas, Geschäftsbericht 2013, Mehrjahresübersicht, www.claas-gruppe.com

²² Schumpeter, J.A. Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie, München, Lehnen, 1950

²³ OECD, Oslo Manual, Guidelines for collecting and interpreting innovation data, 3rd Edition, 2005, note 146, page 46

sen rechtzeitig durch innovative oder gänzlich neue Produkte bzw. Dienstleistungen ersetzt werden.

Die erfolgreichen Unternehmen sehen den Markt und die Technik als gleichstarke Antriebskräfte für Innovationen an²⁴. Messbar ist die Intensität der Innovationsfreudigkeit eines Unternehmens anhand der F&E-Aufwendungen. Es gibt aber keinen Automatismus, der zum Erfolg führt. Einen zusätzlichen Aufschluss bietenden Hinweis gibt die Zahl der gehaltenen Patente; hierbei ist zu beachten, dass manche Industrien wie z.B. Pharma oder Technologie forschungsintensiver sind als andere. Insofern sind Branchenvergleiche wichtig. Aus Unternehmenssicht ist es manchmal vielleicht sogar sinnvoll, keine Patente zu beantragen, um die Wettbewerber über diesen Weg nicht über eigene Verfahren, Methoden, Algorithmen von Softwareprogrammen usw. zu informieren.

Weitere Besonderheiten

Bei Familienunternehmen steht i.d.R. die langfristige Unternehmensentwicklung im Vordergrund und hat eine höhere Bedeutung als eine eventuelle kurzfristige Gewinnmaximierung. So gesehen haben die Unternehmensinteressen Vorrang vor den Eigentümerinteressen. Die fehlende Trennung von Eigentum und Unternehmenskontrolle reduziert somit auch die Kontrollkosten, die sich aus dem sog. „Principal-Agent-Konflikt“ ergeben.

²⁴ Hidden Champions, a.a.O., Seite 207 ff.

55	FIE-DE	Fielmann AG	952,5	993,7	1.053,4	1.107,1	1.157,1	1.234,2	1.301,6	5,3%	4
56	OR-FR	L'Oreal SA	17.472,6	19.495,8	20.343,1	22.462,7	22.976,6	22.488,0	23.750,0	5,2%	3
57	MT-NL	ArcelorMittal SA	46.826,5	58.963,5	67.571,2	65.562,5	59.836,5	62.188,6	63.523,6	5,2%	3
58	BIO3-DE	Biotest AG Pref	440,2	412,5	422,0	440,0	500,8	535,7	588,1	4,9%	3
59	MF-FR	Wendel SA	4.865,5	5.491,0	5.953,1	6.702,0	6.431,8	6.150,4	6.432,1	4,8%	3
60	SW-FR	Sodexo SA	14.592,3	15.768,7	16.580,3	18.498,7	18.277,0	18.312,6	19.145,0	4,6%	3
61	HEI-DE	HeidelbergCement AG	11.117,0	11.761,8	12.901,9	14.020,2	13.935,9	13.612,9	14.579,0	4,6%	3
62	BB-FR	Societe BIC SA	1.562,7	1.831,5	1.824,1	1.898,7	1.887,8	1.968,0	2.046,1	4,6%	3
63	HBM-DE	HORNACH-Baumarkt-AG	2.683,6	2.804,0	2.985,8	3.019,6	3.112,1	3.152,0	3.495,7	4,5%	3
64	HBH3-DE	Hornbach Holding AG Pref	2.850,6	2.981,5	3.185,8	3.229,2	3.325,5	3.526,7	3.680,7	4,4%	2
65	DRW3-DE	Draegerwerk AG & Co. KGaA Pref	1.911,1	2.177,3	2.255,8	2.373,5	2.374,2	2.370,6	2.457,5	4,3%	2
66	HEN3-DE	Henkel AG & Co. KGaA Pref	13.573,0	15.092,0	15.605,0	16.510,0	16.355,0	16.325,5	17.239,2	4,1%	2
67	TALK-GB	TalkTalk Telecom Group PLC	1.795,2	2.066,0	1.970,2	2.040,5	2.026,5	2.158,8	2.276,1	4,0%	2
68	ROG-CH	Roche Holding Ltd Genussch.	32.495,7	34.422,6	34.494,2	37.756,2	38.008,1	38.868,3	40.520,3	3,7%	2
69	KSB3-DE	KSB AG Pref	1.892,8	1.939,3	2.091,0	2.268,2	2.247,3	2.195,3	2.296,0	3,3%	2
70	SPR-DE	Axel Springer SE	2.611,6	2.893,9	3.184,9	3.310,3	2.801,4	2.987,0	3.088,5	2,8%	2
71	BEI-DE	Beiersdorf AG	5.748,0	6.194,0	5.633,0	6.040,0	6.141,0	6.251,0	6.618,2	2,4%	2
72	MAERSK.B-DKA.P.	Moller - Marsk A/S Class B	34.920,2	42.351,0	43.288,8	45.952,5	35.698,6	37.439,4	39.751,4	2,2%	1
73	S92-DE	SMA Solar Technology AG	934,3	1.920,1	1.676,3	1.463,4	932,5	875,0	1.038,5	1,8%	1
74	EN-FR	Bouygues SA	31.492,0	31.225,0	32.706,0	33.547,0	33.345,0	32.437,2	32.646,0	0,6%	1
75	SOW-DE	Software AG	847,4	1.119,5	1.098,3	1.047,3	972,7	868,5	866,1	0,4%	1
76	MEO-DE	METRO AG	65.529,0	67.258,0	66.702,0	66.739,0	62.228,7	63.344,8	64.351,8	-0,3%	1
77	MS-IT	Mediaset S.p.A.	3.815,0	4.253,6	4.208,2	3.682,5	3.358,1	3.418,0	3.638,0	-0,8%	1
78	FER-ES	Ferrovial, S.A.	12.095,0	12.169,0	7.446,0	7.686,0	8.166,0	8.648,3	8.929,5	-4,9%	1
79	KER-FR	Kering SA	16.524,6	14.605,1	12.227,2	9.736,3	9.748,4	10.066,0	10.930,0	-6,7%	1
		Mittelwert (Gesamt)	8.150,6	8.973,2	10.027,5	11.262,0	11.162,1	11.563,4	12.211,3	7,0%	
		Median (Gesamt)	1.918,8	2.350,0	2.480,3	3.019,6	2.998,9	3.382,5	3.638,0	11,3%	
		Summe (Gesamt)	643.899,1	708.879,2	792.176,1	889.700,5	881.808,1	913.507,3	964.694,4	7,0%	

Quelle: FactSet, BHF-BANK

65	SAX-DE	Stroeer Media AG	-8,0	27,9	26,5	30,8	29,0	31,9	35,4	29,0	2
66	UTDI-DE	United Internet AG	32,5	29,3	12,2	17,0	24,0	28,6	37,0	28,6	2
67	EVD-DE	CTS Eventim AG & Co. KGaA	31,4	22,3	23,6	24,8	26,9	32,0	35,4	26,9	2
68	DUE-DE	Durr AG	30,5	25,7	21,6	23,4	25,3	28,6	31,9	25,7	2
69	VOW3-DE	Volkswagen AG Pref	19,9	23,1	22,7	25,0	27,1	29,0	30,6	25,0	2
70	JMT-PT	Jeronimo Martins, SGPS S.A.	20,3	20,3	25,0	24,8	27,1	28,5	29,8	25,0	2
71	FRE-DE	Fresenius SE & Co. KGaA	20,4	21,1	22,7	24,9	25,0	41,5	44,0	24,9	2
72	FER-ES	Ferrovial, S.A.	6,8	12,0	26,7	25,4	25,1	24,4	23,6	24,4	1
73	EN-FR	Bouygues SA	25,2	26,2	23,9	23,3	20,9	23,5	24,9	23,9	1
74	SW-FR	Sodexo SA	21,8	22,6	22,2	22,6	23,0	26,8	29,3	22,6	1
75	ROG-CH	Roche Holding Ltd Genusssch.	9,9	15,5	19,6	22,4	31,0	38,9	44,1	22,4	1
76	MF-FR	Wendel SA	8,1	15,3	17,7	19,1	18,5	20,1	21,4	18,5	1
77	MEO-DE	METRO AG	17,1	18,0	18,7	17,3	18,3	19,6	20,8	18,3	1
78	OCI-NL	OCI NV	35,0	32,8	32,3	11,6	15,0	15,4	16,9	16,9	1
79	F-IT	Fiat S.p.A.	15,3	15,7	10,9	11,0	9,6	13,3	14,5	13,3	1
Mittelwert (Gesamt)			42,8	45,2	44,7	45,3	45,4	48,3	50,4	45,3	
Median (Gesamt)			40,5	43,5	41,8	41,9	42,1	46,0	48,1	42,1	

Quelle: FactSet, BHF-BANK

Abb. 24 Einzelauswertung Kriterium EBIT-Marge

Lfd.Nr.	Ticker	Unternehmen	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	Median	Punkte
1	ANTO-GB	Antofagasta plc	49,1	54,3	53,1	49,7	36,7	34,9	33,2	49,1	10
2	FRES-GB	Fresnillo plc	50,8	59,0	61,4	48,9	29,6	29,8	31,5	48,9	10
3	LUPE-SE	Lundin Petroleum AB	19,7	39,9	55,1	57,2	39,0	30,6	50,5	39,9	10
4	RMS-FR	Hermes International SCA	24,2	27,7	31,2	32,7	32,9	32,1	32,4	32,1	10
5	ROG-CH	Roche Holding Ltd Genusssch.	29,3	30,3	30,9	33,3	31,1	38,4	38,8	31,1	10
6	COLO.B-DK	Coloplast A/S Class B	16,8	22,4	26,0	30,2	31,7	33,6	34,6	30,2	10
7	RAA-DE	RATIONAL AG	28,0	29,4	25,5	28,1	28,1	27,9	28,2	28,1	10
8	RSTA-DE	RIB Software AG	26,6	29,4	26,9	26,3	21,8	28,5	30,5	26,9	10
9	GRF-ES	Grifols, S.A. Class A	24,6	22,7	19,8	25,2	26,8	27,2	27,9	25,2	9
10	DSY-FR	Dassault Systemes SA	19,5	21,9	24,6	24,8	24,7	30,2	31,1	24,7	9
11	SOW-DE	Software AG	24,7	23,8	23,6	23,3	20,1	23,5	22,9	23,5	9
12	UHR-CH	Swatch Group Ltd. Bearer	15,6	21,2	22,6	22,4	21,2	22,7	23,6	22,4	9
13	CPR-IT	Davide Campari-Milano S.p.A.	23,8	23,2	23,2	21,4	19,0	19,1	20,0	21,4	9
14	TENHT	Tenaris S.A.	22,2	19,3	18,9	21,1	20,5	20,8	21,0	20,8	9
15	O1BC-DE	XING AG	9,1	20,7	20,9	15,9	16,0	19,6	24,3	19,6	9
16	BB-FR	Societe BIC SA	14,7	16,1	18,7	18,4	17,0	19,2	19,9	18,4	9
17	ITX-ES	Industria de Diseno Textil, S.A.	15,4	18,3	18,2	19,6	18,5	18,3	18,7	18,3	8
18	TOD-IT	TOD'S S.p.A.	15,6	17,9	20,1	19,5	18,5	17,9	18,2	18,2	8
19	KER-FR	Kering SA	31,4	10,5	13,1	18,4	18,0	17,5	18,3	18,0	8
20	EKTA.B-SE	Elekta AB Class B	14,7	17,9	18,0	18,3	17,6	15,2	18,0	17,9	8
21	HM.B-SE	Hennes & Mauritz AB Class B	21,8	22,2	18,4	17,9	17,2	17,2	17,3	17,9	8
22	NEM-DE	Nemetschek AG	13,4	16,4	16,5	16,9	18,8	21,4	21,7	16,9	8
23	OR-FR	L'Oreal SA	14,8	15,7	16,2	16,5	16,9	17,3	17,7	16,5	8
24	MRK-DE	Merck KGaA	11,5	13,5	13,2	16,3	18,8	16,8	18,0	16,3	8
25	FPE3-DE	Fuchs Petrolub SE Pref	13,8	16,1	15,2	14,8	16,1	16,7	17,0	16,1	7
26	ILD-FR	Iliad SA	15,9	22,8	23,1	12,4	14,1	14,1	17,1	15,9	7
27	FIE-DE	Fielmann AG	9,3	15,9	15,5	15,2	16,4	17,9	18,3	15,9	7
28	EVD-DE	CTS Eventim AG & Co. KGaA	13,9	11,9	14,4	15,7	16,0	19,6	21,3	15,7	7
29	MAERSK.B-DK	A.P. Moller - Marsk A/S Class B	8,4	18,9	15,5	11,6	13,9	16,5	18,1	15,5	7
30	FME-DE	Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA	15,6	16,6	15,3	15,6	15,1	14,5	14,7	15,3	7
31	FRE-DE	Fresenius SE & Co. KGaA	14,5	15,1	15,4	15,9	14,9	13,7	14,3	14,9	7
32	AFX-DE	Carl Zeiss Meditec AG	11,6	13,0	13,7	14,5	14,4	14,4	15,2	14,4	7
33	S92-DE	SMA Solar Technology AG	24,2	26,7	14,2	7,4	neg.	neg.	2,0	14,2	6
34	LUX-IT	Luxtottica Group S.p.A.	11,2	12,3	13,2	14,2	14,4	15,0	15,9	14,2	6
35	HEN3-DE	Henkel AG & Co. KGaA Pref	9,8	12,3	12,5	13,8	14,5	15,6	15,9	13,8	6
36	OCHNL	OCI NV	13,8	15,4	18,5	7,4	5,9	12,9	18,2	13,8	6
37	SRT3-DE	Sartorius AG Pref	8,0	10,8	13,5	13,9	13,1	14,4	15,1	13,5	6
38	HEIA-NL	Heineken NV	12,1	12,9	12,9	13,8	13,3	16,0	16,2	13,3	6
39	UTDI-DE	United Internet AG	16,5	12,8	11,0	8,0	11,5	14,6	16,1	12,8	6
40	DEC-FR	Jcdecaux SA	5,6	12,2	13,6	12,3	12,9	12,7	14,2	12,7	5
41	SPR-DE	Axel Springer SE	8,6	10,1	12,6	12,1	5,3	13,7	14,4	12,1	5
42	BEI-DE	Beiersdorf AG	10,6	11,0	11,2	12,0	12,4	13,6	14,1	12,0	5
43	ZIL2-DE	ElringKlinger AG	8,4	13,6	11,9	11,2	11,6	13,0	13,6	11,9	5
44	COP-DE	CompuGroup Medical AG	8,1	9,2	8,3	14,2	11,8	12,5	15,1	11,8	5
45	MS-IT	Mediaset S.p.A.	14,8	18,4	12,1	neg.	5,8	8,0	11,5	11,8	5
46	GW1-DE	Gerry Weber International AG	10,6	11,7	12,4	11,6	10,3	13,9	14,9	11,7	5
47	MF-FR	Wendel SA	9,8	11,4	10,9	10,9	11,4	12,3	13,8	11,4	5
48	KWS-DE	KWS SAAT AG	8,8	12,1	14,0	11,3	10,1	11,2	11,3	11,3	4
49	TTK-DE	TAKKT AG	6,0	9,4	11,5	10,9	10,0	11,3	11,9	10,9	4
50	SAX-DE	Stroer Media AG	10,7	7,9	12,1	5,7	6,2	11,6	12,3	10,7	4
51	BIO3-DE	Biotest AG Pref	12,4	8,3	7,9	8,8	9,5	10,3	11,9	9,5	4
52	SK-FR	SEB SA	10,1	10,6	10,3	9,0	9,0	7,9	8,4	9,0	4
53	SPD-GB	Sports Direct International plc	3,6	8,2	8,0	8,9	9,1	9,1	10,7	8,9	4
54	SOLB-BE	Solvay SA	3,5	8,9	9,0	8,8	8,8	11,4	12,0	8,9	4
55	WAC-DE	Wacker Neuson SE	neg.	4,6	10,2	7,4	8,0	9,6	9,9	8,8	4
56	HEI-DE	HeidelbergCement AG	8,4	8,5	8,7	8,2	9,4	12,5	13,1	8,7	3
57	DRW3-DE	Draegerwerk AG & Co. KGaA Pref	4,5	9,2	9,4	9,7	8,6	5,2	6,9	8,6	3
58	FER-ES	Ferrovial, S.A.	12,4	12,3	8,2	9,0	8,5	7,5	7,8	8,5	3
59	WCH-DE	Wacker Chemie AG	8,5	16,4	11,4	3,7	1,5	8,4	6,8	8,4	3
60	DUE-DE	Durr AG	neg.	2,0	5,3	7,1	8,3	8,8	9,0	7,7	3
61	BARN-CH	Barry Callebaut AG	7,4	6,8	8,5	7,2	6,5	7,3	7,5	7,3	3
62	DUFN-CH	Dufry AG	5,4	6,0	7,1	7,7	6,9	7,6	8,5	7,1	3
63	JUN3-DE	Jungheinrich AG Pref	neg.	5,2	6,6	6,3	7,3	7,7	8,2	7,0	3
64	TALK-GB	TalkTalk Telecom Group PLC	4,3	5,9	9,5	11,2	6,3	4,6	13,0	6,3	2
65	VOW3-DE	Volkswagen AG Pref	neg.	3,6	5,9	5,3	4,5	6,2	6,6	5,6	2

66	COLR-BE	Colruyt SA	6,1	6,0	5,3	5,3	5,2	5,5	5,5	5,5	2
67	KSB3-DE	KSB AG Pref	8,9	6,8	5,3	5,2	4,9	3,9	5,7	5,3	2
68	SW-FR	Sodexo SA	5,1	5,1	5,3	5,2	5,3	5,5	5,9	5,3	2
69	HBH3-DE	Hornbach Holding AG Pref	4,4	4,9	5,1	3,9	4,0	4,9	5,2	4,9	2
70	KNIN-CH	Kuhne & Nagel International AG	4,1	4,4	4,6	4,0	4,4	3,9	4,0	4,1	2
71	MT-NL	ArcelorMittal SA	1,4	5,3	5,8	2,8	2,8	4,1	5,1	4,1	2
72	JMT-PT	Jeronimo Martins, SGPS S.A.	0,1	0,3	neg.	5,0	4,4	3,9	3,9	3,9	1
73	F-IT	Fiat S.p.A.	1,7	3,1	4,1	4,7	3,9	3,4	4,1	3,9	1
74	KRN-DE	Krones AG	neg.	2,1	1,2	2,2	5,1	6,4	6,8	3,6	1
75	BC8-DE	Bechtle AG	2,6	3,0	3,6	3,3	3,4	4,3	4,5	3,4	1
76	HBM-DE	HORNBAACH-Baumarkt-AG	3,2	3,9	4,1	2,7	2,6	3,3	3,9	3,3	1
77	DKSH-CH	DKSH Holding AG	1,7	2,2	2,5	2,6	2,5	2,9	3,1	2,5	1
78	EN-FR	Bouygues SA	3,2	2,5	2,4	0,9	1,0	3,2	3,4	2,5	1
79	MEO-DE	METRO AG	0,8	1,1	0,8	0,2	1,8	2,7	2,8	1,1	1
		Mittelwert (Gesamt)	13,0	14,2	14,7	14,0	13,1	14,2	15,3	14,1	
		Median (Gesamt)	11,0	12,3	12,7	11,8	11,7	13,7	14,4	12,3	

Quelle: FactSet, BHF-BANK

Abb. 25 Einzelauswertung Kriterium Cash Conversion

Lfd.Nr.	Ticker	Unternehmen	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	Median	Punkte
1	EN-FR	Bouygues SA	3,1	3,0	3,3	7,1	5,6	1,9	2,0	3,1	10
2	MS-IT	Mediaset S.p.A.	2,7	2,3	3,2	neg.	6,3	4,1	3,1	3,1	10
3	MEO-DE	METRO AG	3,9	2,5	2,9	14,7	neg.	1,2	1,2	2,7	10
4	F-IT	Fiat S.p.A.	5,5	5,5	2,1	1,6	2,3	1,7	1,6	2,1	10
5	WCH-DE	Wacker Chemie AG	2,4	1,4	1,5	2,1	6,8	1,6	2,2	2,1	10
6	ILD-FR	Iliad SA	2,1	1,8	1,5	2,2	1,8	1,7	1,6	1,8	10
7	LUPE-SE	Lundin Petroleum AB	3,1	1,8	1,3	1,0	1,9	2,6	1,5	1,8	10
8	O1BC-DE	XING AG	3,5	2,0	1,0	1,6	1,8	1,4	1,1	1,6	10
9	TALK-GB	TalkTalk Telecom Group PLC	2,9	1,7	1,4	1,4	1,6	1,8	1,2	1,6	9
10	JMT-PT	Jeronimo Martins, SGPS S.A.	65,6	25,6	neg.	1,3	1,3	1,5	1,6	1,5	9
11	KRN-DE	Krones AG	neg.	1,8	3,2	2,4	1,2	1,1	1,1	1,5	9
12	VOW3-DE	Volkswagen AG Pref	neg.	2,5	0,9	0,7	1,4	1,7	1,6	1,5	9
13	DUFN-CH	Dufry AG	2,8	1,9	1,6	1,3	1,4	1,1	1,4	1,4	9
14	DEC-FR	Jcdecoux SA	3,2	1,7	1,3	1,5	1,2	1,4	1,3	1,4	9
15	HBM-DE	HORNBACH-Baumarkt-AG	1,8	1,4	1,0	1,1	1,5	1,4	1,0	1,4	9
16	MT-NL	ArcelorMittal SA	7,8	1,0	0,3	2,2	2,0	1,3	1,4	1,4	9
17	MRK-DE	Merck KGaA	1,5	1,4	0,9	1,4	1,1	1,3	1,3	1,3	8
18	KSB3-DE	KSB AG Pref	1,3	1,2	0,3	0,8	1,2	1,3	1,0	1,2	8
19	COLR-BE	Colruyt SA	1,2	1,2	1,2	1,5	1,3	1,2	1,2	1,2	8
20	MF-FR	Wendel SA	0,9	0,5	1,5	1,6	1,7	1,2	1,0	1,2	8
21	COP-DE	CompuGroup Medical AG	1,9	1,4	1,4	1,0	1,0	1,2	1,1	1,2	8
22	SPR-DE	Axel Springer SE	1,2	1,2	1,0	1,2	2,8	0,9	1,0	1,2	8
23	NEM-DE	Nemetschek AG	1,2	1,2	1,3	1,2	1,1	0,9	0,9	1,2	8
24	HEI-DE	HeidelbergCement AG	1,3	1,2	1,2	1,3	0,8	0,9	1,0	1,2	8
25	SOLB-BE	Solvay SA	5,3	1,0	1,1	1,3	1,2	1,0	1,0	1,1	7
26	HEIA-NL	Heineken NV	1,3	1,3	1,3	1,1	1,1	1,0	1,1	1,1	7
27	MAERSK.B-DKA.P.	Moller - Marsk A/S Class B	1,2	1,0	0,8	1,1	1,5	1,2	1,1	1,1	7
28	WAC-DE	Wacker Neuson SE	neg.	1,3	0,4	0,2	1,4	1,1	1,1	1,1	7
29	HBH3-DE	Hornbach Holding AG Pref	1,5	1,3	1,0	1,1	1,3	1,0	1,0	1,1	7
30	RSTA-DE	RIB Software AG	1,1	0,7	1,0	1,4	1,3	1,1	1,1	1,1	7
31	SAX-DE	Stroeer Media AG	0,7	0,7	1,4	1,7	1,8	1,0	1,0	1,0	7
32	DSY-FR	Dassault Systemes SA	1,2	1,2	1,0	1,1	1,0	0,7	0,7	1,0	7
33	ITX-ES	Industria de Diseno Textil, S.A.	1,1	1,0	1,0	0,8	1,0	0,9	1,1	1,0	6
34	FER-ES	Ferrovial, S.A.	0,8	0,8	0,5	1,2	1,4	1,0	1,1	1,0	6
35	OR-FR	L'Oreal SA	1,3	1,1	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	6
36	KNIN-CH	Kuhne & Nagel International AG	1,4	1,2	0,9	0,8	1,1	1,0	1,0	1,0	6
37	SRT3-DE	Sartorius AG Pref	2,8	1,3	0,7	0,4	0,8	1,0	1,0	1,0	6
38	LUX-IT	Luxottica Group S.p.A.	1,6	1,2	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	1,0	6
39	S92-DE	SMA Solar Technology AG	1,0	0,8	1,0	1,1	0,0	neg.	4,7	1,0	6
40	SPD-GB	Sports Direct International plc	2,9	1,4	1,2	0,8	0,7	0,7	1,0	1,0	5
41	TEN-IT	Tenaris S.A.	1,7	0,6	0,7	0,8	1,1	1,0	1,0	1,0	5
42	TTK-DE	TAKKT AG	1,6	1,2	0,8	1,0	0,8	0,9	0,8	0,9	5
43	FRES-GB	Fresnillo plc	0,9	0,8	0,9	0,7	0,9	1,1	1,4	0,9	5
44	DUE-DE	Durr AG	neg.	1,5	1,1	0,6	1,6	0,6	0,8	0,9	5
45	SW-FR	Sodexo SA	0,9	1,2	1,0	0,9	0,7	0,9	0,9	0,9	5
46	BB-FR	Societe BIC SA	1,5	0,9	0,6	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9	5
47	ZIL2-DE	ElringKlinger AG	3,1	1,1	0,6	0,9	0,9	0,9	1,0	0,9	5
48	DKSH-CH	DKSH Holding AG	2,7	1,1	0,7	0,8	1,0	0,9	0,7	0,9	4
49	EVD-DE	CTS Eventim AG & Co. KGaA	0,8	0,2	1,6	1,3	1,4	0,9	0,9	0,9	4
50	BIO3-DE	Biotest AG Pref	0,6	2,3	2,2	0,9	neg.	0,3	0,9	0,9	4
51	TOD-IT	TOD'S S.p.A.	1,4	1,2	0,7	0,6	1,2	0,9	0,9	0,9	4
52	HM.B-SE	Hennes & Mauritz AB Class B	0,9	0,8	0,9	0,9	1,1	1,0	1,0	0,9	4
53	FIE-DE	Fielmann AG	1,3	0,9	0,8	1,8	0,1	0,9	0,9	0,9	4
54	HEN3-DE	Henkel AG & Co. KGaA Pref	1,3	0,9	0,7	1,1	0,9	0,9	0,9	0,9	4
55	DRW3-DE	Draegerwerk AG & Co. KGaA Pref	2,3	1,1	0,8	0,8	0,3	0,9	0,9	0,9	4
56	UTDI-DE	United Internet AG	1,1	1,2	0,8	1,4	0,9	0,9	0,9	0,9	3
57	ROG-CH	Roche Holding Ltd Genusssch.	1,1	0,9	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9	3
58	COLO.B-DK	Coloplast A/S Class B	1,4	0,7	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,9	3
59	SK-FR	SEB SA	1,7	0,7	0,6	0,9	0,8	1,0	1,0	0,9	3
60	BC8-DE	Bechtle AG	1,3	1,2	0,8	0,8	0,9	0,9	0,8	0,9	3
61	GW1-DE	Gerry Weber International AG	1,5	0,8	0,7	0,8	1,2	0,9	0,8	0,8	3
62	OCHNL	OCI NV	1,3	0,5	0,3	0,8	neg.	1,0	0,8	0,8	3
63	SOW-DE	Software AG	1,0	0,9	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	3
64	UHR-CH	Swatch Group Ltd. Bearer	1,1	1,0	0,5	0,6	0,7	0,9	0,8	0,8	2
65	BEI-DE	Beiersdorf AG	1,0	1,0	0,7	0,7	0,7	0,9	0,8	0,8	2

66	JUN3-DE	Jungheinrich AG Pref	neg.	1,2	0,5	0,9	0,4	0,8	0,8	0,8	2
67	ANTO-GB	Antofagasta plc	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	1,0	0,8	2
68	RAA-DE	RATIONAL AG	0,9	0,8	0,7	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	2
69	RMS-FR	Hermes International SCA	1,0	1,0	0,8	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	2
70	FRE-DE	Fresenius SE & Co. KGaA	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,8	2
71	GRF-ES	Grifols, S.A. Class A	0,4	0,5	0,6	0,8	0,8	0,8	0,9	0,8	2
72	FME-DE	Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA	0,8	0,7	0,7	0,9	0,9	0,7	0,8	0,8	1
73	FPE3-DE	Fuchs Petrolub SE Pref	1,3	0,6	0,4	0,8	0,7	0,8	0,7	0,7	1
74	KER-FR	Kering SA	0,2	0,7	0,7	0,7	0,8	0,9	0,9	0,7	1
75	AFX-DE	Carl Zeiss Meditec AG	1,3	0,6	0,5	0,7	0,4	0,7	0,7	0,7	1
76	EKTA.B-SE	Elekta AB Class B	1,1	0,7	0,6	0,5	0,7	0,7	1,0	0,7	1
77	CPR-IT	Davide Campari-Milano S.p.A.	1,0	0,7	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	1
78	BARN-CH	Barry Callebaut AG	0,6	0,6	0,5	0,8	0,5	0,7	1,0	0,6	1
79	KWS-DE	KWS SAAT AG	0,5	0,3	0,6	0,5	0,5	0,9	0,9	0,5	1
		Mittelwert (Gesamt)	2,6	1,5	1,0	1,3	1,3	1,1	1,1	1,4	
		Median (Gesamt)	1,3	1,1	0,9	0,9	1,0	0,9	1,0	1,0	

Quelle: FactSet, BHF-BANK

Abb. 26 Einzelauswertung Kriterium Net Gearing

Lfd.Nr.	Ticker	Unternehmen	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	Median	Punkte
1	O1BC-DE	XING AG	-0,81	-0,96	-1,60	-1,14	-1,14	-1,16	-1,16	-1,14	10
2	EVD-DE	CTS Eventim AG & Co. KGaA	-1,37	0,17	-0,43	-0,79	-0,77	-0,69	-0,76	-0,76	10
3	BEI-DE	Beiersdorf AG	-0,63	-0,70	-0,53	-0,54	-0,52	-0,65	-0,65	-0,63	10
4	RAA-DE	RATIONAL AG	-0,52	-0,61	-0,49	-0,59	-0,62	-0,61	-0,60	-0,60	10
5	RSTA-DE	RIB Software AG	-0,42	-0,36	-0,74	-0,60	-0,58	-0,55	-0,55	-0,55	10
6	DSY-FR	Dassault Systemes SA	-0,59	-0,46	-0,54	-0,54	-0,55	-0,37	-0,48	-0,54	10
7	S92-DE	SMA Solar Technology AG	-0,86	-0,73	-0,54	-0,50	-0,40	-0,42	-0,36	-0,50	10
8	FIE-DE	Fielmann AG	-0,36	-0,39	-0,34	-0,50	-0,50	-0,49	-0,50	-0,49	10
9	ITX-ES	Industria de Diseno Textil, S.A.	-0,41	-0,54	-0,47	-0,49	-0,45	-0,44	-0,49	-0,47	9
10	KNIN-CH	Kuhne & Nagel International AG	-0,36	-0,52	-0,43	-0,42	-0,48	-0,45	-0,45	-0,45	9
11	AFX-DE	Carl Zeiss Meditec AG	-0,33	-0,49	-0,44	-0,17	-0,01	-0,42	-0,44	-0,42	9
12	NEM-DE	Nemetschek AG	0,11	-0,12	-0,28	-0,40	-0,41	-0,49	-0,56	-0,40	9
13	HM.B-SE	Hennes & Mauritz AB Class B	-0,56	-0,55	-0,48	-0,40	-0,38	-0,34	-0,32	-0,40	9
14	RMS-FR	Hermes International SCA	-0,29	-0,38	-0,44	-0,30	-0,38	-0,43	-0,49	-0,38	9
15	FRES-GB	Fresnillo plc	-0,30	-0,37	-0,39	-0,31	-0,20	-0,04	0,03	-0,30	9
16	COLR-BE	Colruyt SA	-0,21	-0,17	-0,17	-0,27	-0,32	-0,28	-0,27	-0,27	9
17	KSB3-DE	KSB AG Pref	-0,34	-0,39	-0,23	-0,17	-0,25	-0,22	-0,21	-0,23	8
18	TOD-IT	TOD'S S.p.A.	-0,27	-0,16	-0,14	-0,12	-0,23	-0,22	-0,24	-0,22	8
19	BC8-DE	Bechtle AG	-0,25	-0,22	-0,11	-0,09	-0,12	-0,20	-0,25	-0,20	8
20	ANTO-GB	Antofagasta plc	-0,30	-0,22	-0,19	-0,34	-0,20	0,01	0,04	-0,20	8
21	UHR-CH	Swatch Group Ltd. Bearer	-0,19	-0,32	-0,26	-0,20	-0,12	-0,17	-0,21	-0,20	8
22	BB-FR	Societe BIC SA	-0,13	-0,28	-0,23	-0,23	-0,15	-0,17	-0,20	-0,20	8
23	KRN-DE	Krones AG	-0,18	-0,17	-0,10	-0,14	-0,24	-0,23	-0,26	-0,18	8
24	FPE3-DE	Fuchs Petrolub SE Pref	-0,08	-0,13	-0,10	-0,17	-0,20	-0,23	-0,25	-0,17	8
25	DKSH-CH	DKSH Holding AG	-0,08	-0,17	0,08	-0,05	-0,17	-0,22	-0,26	-0,17	7
26	DUE-DE	Durr AG	-0,01	-0,07	-0,14	-0,20	-0,50	-0,10	-0,19	-0,14	7
27	COLO.B-DK	Coloplast A/S Class B	0,69	0,53	0,13	-0,17	-0,13	-0,23	-0,21	-0,13	7
28	JUN3-DE	Jungheinrich AG Pref	-0,16	-0,32	-0,07	-0,14	-0,13	-0,10	-0,11	-0,13	7
29	GW11-DE	Gerry Weber International AG	0,18	-0,08	-0,14	-0,03	-0,10	-0,11	-0,11	-0,10	7
30	TENH	Tenaris S.A.	-0,08	-0,03	-0,03	0,02	-0,07	-0,10	-0,10	-0,07	7
31	HBM-DE	HORNBACH-Baumarkt-AG	0,14	-0,04	-0,05	0,00	-0,04	-0,08	-0,03	-0,04	7
32	OR-FR	L'Oreal SA	0,14	0,00	-0,04	-0,08	-0,11	0,02	-0,04	-0,04	7
33	DEC-FR	Jcdecoux SA	0,32	0,16	0,06	-0,02	-0,01	-0,03	-0,10	-0,01	6
34	HEN3-DE	Henkel AG & Co. KGaA Pref	0,44	0,25	0,16	0,02	-0,09	-0,17	-0,20	0,02	6
35	KWS-DE	KWS SAAT AG	-0,03	0,07	0,06	0,18	0,32	-0,05	-0,07	0,06	6
36	SOW-DE	Software AG	0,43	0,22	0,06	-0,05	0,11	0,06	-0,05	0,06	6
37	MRK-DE	Merck KGaA	0,02	0,43	0,32	0,17	0,02	0,09	-0,05	0,09	6
38	WAC-DE	Wacker Neuson SE	-0,03	0,02	0,10	0,23	0,19	0,19	0,15	0,15	6
39	DRW3-DE	Draegerwerk AG & Co. KGaA Pref	0,39	0,18	0,09	0,10	0,14	0,27	0,16	0,16	6
40	SPR-DE	Axel Springer SE	0,17	-0,05	0,28	0,24	0,25	0,07	0,00	0,17	6
41	BIO3-DE	Biotest AG Pref	0,75	0,47	0,16	0,15	0,06	0,18	0,30	0,18	5
42	SOLB-BE	Solvay SA	0,28	-0,45	0,29	0,19	0,39	0,16	0,14	0,19	5
43	SK-FR	SEB SA	0,22	0,09	0,53	0,40	0,30	0,24	0,15	0,24	5
44	SW-FR	Sodexo SA	0,40	0,25	0,30	0,29	0,21	0,03	-0,10	0,25	5
45	SPD-GB	Sports Direct International plc	1,76	0,63	0,27	0,26	0,24	0,25	-0,10	0,26	5
46	JMT-PT	Jeronimo Martins, SGPS S.A.	0,84	0,65	0,19	0,28	0,23	0,27	0,25	0,27	5
47	WCH-DE	Wacker Chemie AG	0,03	-0,03	0,02	0,29	0,41	0,48	0,48	0,29	5
48	KER-FR	Kering SA	0,46	0,38	0,31	0,21	0,32	0,35	0,28	0,32	4
49	HBH3-DE	Hornbach Holding AG Pref	0,56	0,35	0,32	0,33	0,26	0,23	0,21	0,32	4
50	MT-NL	ArcelorMittal SA	0,30	0,31	0,39	0,42	0,32	0,32	0,29	0,32	4
51	EKTA.B-SE	Elekta AB Class B	0,22	-0,01	0,70	0,60	0,63	0,34	0,19	0,34	4
52	ZIL2-DE	ElringKlinger AG	0,64	0,20	0,38	0,43	0,44	0,40	0,35	0,40	4
53	LUX-IT	Luxottica Group S.p.A.	0,83	0,64	0,55	0,41	0,35	0,25	0,15	0,41	4
54	MAERSK.B-DK	A.P. Moller - Marsk A/S Class B	0,67	0,41	0,49	0,46	0,31	0,21	0,19	0,41	4
55	LUPE-SE	Lundin Petroleum AB	0,44	0,45	0,13	0,23	0,95	1,98	1,87	0,45	4
56	EN-FR	Bouygues SA	0,29	0,26	0,46	0,48	0,61	0,46	0,42	0,46	3
57	CPR-IT	Davide Campari-Milano S.p.A.	0,76	0,51	0,45	0,59	0,58	0,68	0,55	0,58	3
58	ILD-FR	Iliad SA	0,87	0,63	0,60	0,60	0,50	0,42	0,29	0,60	3
59	TTK-DE	TAKKT AG	0,76	0,55	0,31	1,04	0,98	0,60	0,51	0,60	3
60	BARN-CH	Barry Callebaut AG	0,61	0,33	0,43	0,48	0,82	0,78	0,67	0,61	3
61	HEI-DE	HeidelbergCement AG	0,81	0,68	0,62	0,56	0,65	0,59	0,52	0,62	3
62	MS-IT	Mediaset S.p.A.	0,66	0,61	0,71	0,81	0,70	0,47	0,37	0,66	3
63	ROG-CH	Roche Holding Ltd Genusssch.	3,0	2,0	1,3	0,7	0,3	0,1	0,0	0,7	3
64	MEO-DE	METRO AG	0,73	0,55	0,62	0,54	1,01	0,90	0,80	0,73	2
65	FME-DE	Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA	0,77	0,73	0,85	0,85	0,84	0,79	0,69	0,79	2

66	SRT3-DE	Sartorius AG Pref	0,82	0,70	0,86	0,90	0,90	0,66	0,52	0,82	2
67	HEIA-NL	Heineken NV	1,53	0,79	0,85	1,05	0,95	0,79	0,63	0,85	2
68	DUFN-CH	Dufry AG	0,90	0,87	1,56	0,77	1,54	1,04	0,78	0,90	2
69	F-IT	Fiat S.p.A.	1,50	0,70	0,97	1,04	1,16	0,92	0,89	0,97	2
70	UTDI-DE	United Internet AG	0,66	0,73	3,07	1,34	0,98	1,06	0,48	0,98	2
71	GRF-ES	Grifols, S.A. Class A	1,00	0,88	1,55	1,23	0,94	1,26	1,02	1,02	2
72	SAX-DE	Stroeer Media AG	-8,33	1,23	1,24	1,16	1,05	0,98	0,68	1,05	1
73	FER-ES	Ferrovial, S.A.	7,64	3,92	0,91	0,93	1,02	1,05	1,17	1,05	1
74	TALK-GB	TalkTalk Telecom Group PLC	0,81	1,12	1,08	0,99	1,38	1,43	1,33	1,12	1
75	VOW3-DE	Volkswagen AG Pref	1,52	1,13	1,19	1,14	0,98	-0,16	-0,18	1,13	1
76	COP-DE	CompuGroup Medical AG	0,64	0,98	1,48	1,40	1,59	1,47	1,10	1,40	1
77	FRE-DE	Fresenius SE & Co. KGaA	1,98	1,73	1,53	1,32	1,46	0,88	0,76	1,46	1
78	OCI-NL	OCI NV	0,46	0,67	0,82	2,58	2,21	2,34	2,22	2,21	1
79	MF-FR	Wendel SA	7,51	3,61	2,80	2,57	2,66	2,14	1,87	2,66	1
		Mittelwert	0,38	0,29	0,29	0,27	0,28	0,26	0,15	0,28	
		Median	0,29	0,21	0,16	0,19	0,20	0,12	0,00	0,19	

Quelle: FactSet, BHF-BANK

Abb. 27 Einzelauswertung Kriterium KGV-Bewertung

Lfd.Nr.	Ticker	Unternehmen	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	Median	Punkte
1	VOW3-DE	Volkswagen AG Pref	27,2	8,0	3,5	3,7	10,9	8,3	7,4	8,0	10
2	S92-DE	SMA Solar Technology AG	20,1	6,6	9,0	8,8	neg.	neg.	64,1	9,0	10
3	F-IT	Fiat S.p.A.	neg.	17,2	3,3	13,3	8,0	23,0	7,9	10,6	10
4	EN-FR	Bouygues SA	9,5	10,6	8,0	11,2	neg.	16,2	15,2	10,9	10
5	MAERSK.B-DKA.P.	Moller - Marsk A/S Class B	neg.	8,3	10,9	8,6	13,3	13,2	11,2	11,1	10
6	HBH3-DE	Hornbach Holding AG Pref	7,2	9,8	11,3	13,5	13,9	13,0	11,6	11,6	10
7	KSB3-DE	KSB AG Pref	6,5	13,2	9,6	9,7	11,7	19,9	12,0	11,7	10
8	JUN3-DE	Jungheinrich AG Pref	neg.	12,2	6,1	9,1	15,0	12,8	11,4	11,8	10
9	HBM-DE	HORNBAACH-Baumarkt-AG		9,7	9,6	14,6	18,6	12,1	11,5	11,8	9
10	FER-ES	Ferrovial, S.A.	neg.	2,0	5,4	11,5	14,2	31,4	28,7	12,9	9
11	BC8-DE	Bechtle AG	11,5	13,1	8,8	11,4	16,4	17,1	15,2	13,1	9
12	WAC-DE	Wacker Neuson SE	neg.	38,2	7,8	13,4	13,2	14,5	12,8	13,3	9
13	DRW3-DE	Draegerwerk AG & Co. KGaA Pref	25,5	9,9	8,6	10,0	13,7	20,3	14,1	13,7	9
14	DUE-DE	Durr AG	neg.	64,5	9,5	10,9	16,0	14,6	13,0	13,8	9
15	TTK-DE	TAKKT AG	17,4	20,8	8,4	10,3	16,9	13,8	12,5	13,8	9
16	SK-FR	SEB SA	12,6	16,7	11,9	13,7	15,9	16,0	14,1	14,1	9
17	SPR-DE	Axel Springer SE	7,4	14,9	12,7	13,4	23,5	20,6	18,7	14,9	8
18	MF-FR	Wendel SA	neg.	4,8	4,7	neg.	15,0	22,5	14,9	14,9	8
19	SOLB-BE	Solvay SA	12,0	3,6	20,9	15,4	35,4	17,1	13,6	15,4	8
20	SOW-DE	Software AG	15,5	17,8	13,9	16,9	15,9	11,2	11,2	15,5	8
21	GW11-DE	Gerry Weber International AG	10,5	13,2	15,0	20,4	19,7	18,3	15,8	15,8	8
22	HEIA-NL	Heineken NV	16,0	14,4	14,7	9,8	20,7	19,8	17,7	16,0	8
23	BB-FR	Societe BIC SA	15,3	15,0	13,7	16,2	17,4	19,0	17,6	16,2	8
24	TEN-HT	Tenaris S.A.	21,3	25,6	17,6	13,9	16,1	16,3	14,5	16,3	8
25	FRE-DE	Fresenius SE & Co. KGaA	14,2	16,3	16,9	16,3	19,7	19,5	16,6	16,6	7
26	UHR-CH	Swatch Group Ltd. Bearer	18,4	22,7	15,2	15,5	16,7	17,0	15,2	16,7	7
27	COLR-BE	Colruyt SA	17,8	17,3	14,3	16,9	17,4	16,4	15,9	16,9	7
28	NEM-DE	Nemetschek AG	12,7	16,2	11,9	16,9	20,2	26,3	23,9	16,9	7
29	ROG-CH	Roche Holding Ltd GenussSch.	19,7	14,9	14,7	16,3	19,0	18,3	17,2	17,2	7
30	KER-FR	Kering SA	35,0	17,9	13,8	17,4	341,4	16,9	14,5	17,4	7
31	HEI-DE	HeidelbergCement AG	160,8	25,6	17,6	28,5	13,9	15,0	11,8	17,6	7
32	ZIL2-DE	ElringKlinger AG	27,9	23,9	12,8	18,8	17,8	14,7	12,9	17,8	7
33	HEN3-DE	Henkel AG & Co. KGaA Pref	26,4	18,0	15,4	17,9	23,0	19,2	17,8	18,0	6
34	FME-DE	Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA	17,2	17,6	20,6	17,3	18,8	20,6	18,2	18,2	6
35	MT-NL	ArcelorMittal SA	531,0	18,5	13,5	neg.	neg.	34,3	12,7	18,5	6
36	FPE3-DE	Fuchs Petrolub SE Pref	12,7	15,4	13,2	19,3	23,1	19,9	18,6	18,6	6
37	KRN-DE	Krones AG	neg.	27,9	25,4	21,2	16,3	16,1	14,3	18,7	6
38	SW-FR	Sodexo SA	15,7	16,4	16,4	19,6	21,7	20,9	18,8	18,8	6
39	SAX-DE	Stroeer Media AG		15,9	neg.	neg.	161,3	20,3	17,4	18,9	6
40	ANTO-GB	Antofagasta plc	21,8	22,2	15,3	19,0	19,7	16,3	15,8	19,0	6
41	BARN-CH	Barry Callebaut AG	12,9	14,9	16,4	27,8	20,0	22,1	19,4	19,4	5
42	KWS-DE	KWS SAAT AG	22,5	13,5	13,7	20,0	28,0	19,6	19,4	19,6	5
43	AFX-DE	Carl Zeiss Meditec AG	18,5	16,5	15,5	20,5	19,9	21,7	19,6	19,6	5
44	SPD-GB	Sports Direct International plc	308,3	10,3	19,7	18,8	27,1	23,0	17,1	19,7	5
45	GRF-ES	Grifols, S.A. Class A	15,5	16,9	83,4	35,1	34,4	19,8	18,3	19,8	5
46	TOD-IT	TOD'S S.p.A.	17,6	20,8	14,3	20,1	27,8	21,8	19,9	20,1	5
47	MEO-DE	METRO AG	36,4	20,7	14,6	2.100,0	77,6	15,7	13,0	20,7	5
48	DKSH-CH	DKSH Holding AG				20,7	19,5	24,6	21,0	20,8	4
49	UTDI-DE	United Internet AG	7,6	21,0	17,5	29,1	28,9	22,9	18,7	21,0	4
50	SRT3-DE	Sartorius AG Pref	neg.	15,1	14,5	23,6	28,1	22,8	19,9	21,3	4
51	COLO.B-DK	Coloplast A/S Class B	19,0	20,3	17,8	21,8	23,0	31,5	27,6	21,8	4
52	CPR-IT	Davide Campari-Milano S.p.A.				21,5	23,4	22,1	19,3	21,8	4
53	OR-FR	L'Oreal SA	25,4	21,7	19,6	21,9	25,8	23,5	21,0	21,9	4
54	HM.B-SE	Hennes & Mauritz AB Class B	20,4	22,4	22,2	21,4	26,0	24,8	22,0	22,2	4
55	JMT-PT	Jeronimo Martins, SGPS S.A.	21,9	25,5	23,6	25,5	23,4	17,6	15,7	23,4	4
56	MRK-DE	Merck KGaA	38,8	20,6	27,1	38,2	23,6	14,6	14,0	23,6	3
57	KNIN-CH	Kuhne & Nagel International AG	25,9	28,3	21,3	27,1	23,6	23,3	21,4	23,6	3
58	RAA-DE	RATIONAL AG	20,0	23,6	24,3	26,6	28,2	25,2	22,7	24,3	3
59	WCH-DE	Wacker Chemie AG	neg.	13,2	8,8	21,9	1.607,6	29,1	27,7	24,8	3
60	ITX-ES	Industria de Diseno Textil, S.A.	22,0	20,2	21,8	27,6	29,1	27,9	25,0	25,0	3
61	MS-IT	Mediaset S.p.A.	23,9	14,6	10,7	neg.	344,6	56,5	26,1	25,0	3
62	BIO3-DE	Biotest AG Pref	15,9	17,2	21,9	25,2	29,9	35,7	27,4	25,2	3
63	RSTA-DE	RIB Software AG	5,1	43,4	25,2	19,1	30,0	32,9	25,2	25,2	3
64	FIE-DE	Fielmann AG	19,5	25,4	25,3	24,3	25,8	27,6	25,6	25,4	2
65	TALK-GB	TalkTalk Telecom Group PLC	neg.	79,8	10,8	23,2	70,4	27,9	15,5	25,5	2

66	DEC-FR	Jcdecaux SA	154,9	29,4	18,6	24,5	73,6	25,8	22,1	25,8	2
67	ILD-FR	Iliad SA	25,9	14,2	20,7	39,3	32,0	30,9	23,6	25,9	2
68	EVD-DE	CTS Eventim AG & Co. KGaA	20,6	26,6	26,4	23,2	29,0	26,8	23,2	26,4	2
69	LUX-IT	Luxottica Group S.p.A.	27,8	25,9	22,1	26,6	33,9	28,7	24,4	26,6	2
70	DUFN-CH	Dufry AG	35,5	30,0	21,1	26,8	50,2	24,4	14,6	26,8	2
71	EKTA.B-SE	Elektro AB Class B	26,9	28,4	28,0	35,2	27,2	21,8	18,8	27,2	2
72	DSY-FR	Dassault Systemes SA	27,6	30,5	26,0	31,0	32,0	28,5	25,3	28,5	1
73	FRES-GB	Fresnillo plc	27,6	27,8	20,2	28,5	36,2	43,9	35,3	28,5	1
74	O1BC-DE	XING AG	neg.	24,9	neg.	29,1	45,1	38,8	28,1	29,1	1
75	BEI-DE	Beiersdorf AG	27,8	29,7	39,8	31,7	31,3	26,9	24,4	29,7	1
76	OCI-NL	OCI NV					30,0	31,3	17,7	30,0	1
77	COP-DE	CompuGroup Medical AG	31,0	33,5	48,3	23,6	40,2	14,7	12,1	31,0	1
78	RMS-FR	Hermes International SCA	33,9	39,1	40,6	31,8	34,7	29,5	26,4	33,9	1
79	LUPE-SE	Lundin Petroleum AB	neg.	7,5	51,8	64,0	75,2	82,2	26,6	57,9	1
		Mittelwert (Gesamt)	37,8	20,4	18,0	48,9	56,9	23,0	18,9	20,0	
		Median (Gesamt)	20,1	17,7	15,3	20,1	23,4	20,8	17,7	18,9	

Datum Schlusskurs 10. September 2014

Quelle: FactSet, BHF-BANK

Abb. 28 Übersicht Gesamtbewertung

Lfd. Nr.	Ticker	Unternehmen	Umsatz- wachstum	EK-Quote	EBIT-Marge	Cash- conversion	Net Gearing (x)	KGV- Bewertung	Summe
1	RSTA-DE	RIB Software AG	10	10	10	7	10	3	50
2	NEM-DE	Nemetschek AG	7	8	8	8	9	7	47
3	O1BC-DE	XING AG	10	7	9	10	10	1	47
4	UHR-CH	Swatch Group Ltd. Bearer	9	10	9	2	8	7	45
5	WAC-DE	Wacker Neuson SE	9	10	4	7	6	9	45
6	DSY-FR	Dassault Systemes SA	9	8	9	7	10	1	44
7	ANTO-GB	Antofagasta plc	9	8	10	2	8	6	43
8	FRES-GB	Fresnillo plc	9	9	10	5	9	1	43
9	TENHT	Tenaris S.A.	5	9	9	5	7	8	43
10	HM.B-SE	Hennes & Mauritz AB Class B	7	10	8	4	9	4	42
11	RMS-FR	Hermes International SCA	10	10	10	2	9	1	42
12	ITX-ES	Industria de Diseno Textil, S.A.	7	9	8	6	9	3	42
13	RAA-DE	RATIONAL AG	7	10	10	2	10	3	42
14	BB-FR	Societe BIC SA	3	9	9	5	8	8	42
15	S92-DE	SMA Solar Technology AG	1	8	6	6	10	10	41
16	TOD-IT	TOD'S S.p.A.	4	10	8	4	8	5	39
17	ZIL2-DE	ErlingKlinger AG	10	7	5	5	4	7	38
18	GW1-DE	Gerry Weber International AG	6	9	5	3	7	8	38
19	LUPE-SE	Lundin Petroleum AB	9	4	10	10	4	1	38
20	BC8-DE	Bechtle AG	8	8	1	3	8	9	37
21	AFX-DE	Carl Zeiss Meditec AG	6	9	7	1	9	5	37
22	COLO.B-DK	Coloplast A/S Class B	5	8	10	3	7	4	37
23	COLR-BE	Colruyt SA	4	7	2	8	9	7	37
24	FIE-DE	Fielmann AG	4	10	7	4	10	2	37
25	FPE3-DE	Fuchs Petrolub SE Pref	6	9	7	1	8	6	37
26	OR-FR	L'Oreal SA	3	9	8	6	7	4	37
27	MAERSK.B-DK	A.P. Moller - Marsk A/S Class B	1	7	7	7	4	10	36
28	DUE-DE	Durr AG	10	2	3	5	7	9	36
29	HBM-DE	HORNBAACH-Baumarkt-AG	3	7	1	9	7	9	36
30	ILD-FR	Iliad SA	9	5	7	10	3	2	36
31	MRK-DE	Merck KGaA	4	7	8	8	6	3	36
32	SOLB-BE	Solvay SA	8	4	4	7	5	8	36
33	DEC-FR	Jcdecaux SA	5	8	5	9	6	2	35
34	KRN-DE	Krones AG	6	5	1	9	8	6	35
35	SPR-DE	Axel Springer SE	2	5	5	8	6	8	34
36	KSB3-DE	KSB AG Pref	2	4	2	8	8	10	34
37	SOW-DE	Software AG	1	7	9	3	6	8	34
38	SPD-GB	Sports Direct International plc	10	5	4	5	5	5	34
39	F-IT	Fiat S.p.A.	8	1	1	10	2	10	32
40	KNIN-CH	Kuhne & Nagel International AG	8	4	2	6	9	3	32
41	VOW3-DE	Volkswagen AG Pref	8	2	2	9	1	10	32
42	GRF-ES	Grifols, S.A. Class A	10	3	9	2	2	5	31
43	HEIA-NL	Heineken NV	4	4	6	7	2	8	31
44	TTK-DE	TAKKT AG	4	6	4	5	3	9	31
45	MT-NL	ArcelorMittal SA	3	6	2	9	4	6	30
46	EVD-DE	CTS Eventim AG & Co. KGaA	5	2	7	4	10	2	30
47	HEN3-DE	Henkel AG & Co. KGaA Pref	2	6	6	4	6	6	30
48	JUN3-DE	Jungheinrich AG Pref	5	3	3	2	7	10	30
49	SK-FR	SEB SA	4	5	4	3	5	9	30
50	WCH-DE	Wacker Chemie AG	4	5	3	10	5	3	30
51	CPR-IT	Davide Campari-Milano S.p.A.	6	6	9	1	3	4	29
52	DKSH-CH	DKSH Holding AG	9	4	1	4	7	4	29
53	DUFN-CH	Dufry AG	10	3	3	9	2	2	29
54	HE-DE	HeidelbergCement AG	3	5	3	8	3	7	29
55	HBH3-DE	Hornbach Holding AG Pref	2	4	2	7	4	10	29
56	JMT-PT	Jeronimo Martins, SGPS S.A.	8	2	1	9	5	4	29
57	KWS-DE	KWS SAAT AG	7	6	4	1	6	5	29
58	LUX-IT	Luxtottica Group S.p.A.	5	6	6	6	4	2	29
59	BE-DE	Beiersdorf AG	2	8	5	2	10	1	28
60	SRT3-DE	Sartorius AG Pref	7	3	6	6	2	4	28
61	DRW3-DE	Draegerwerk AG & Co. KGaA Pref	2	3	3	4	6	9	27
62	KER-FR	Kering SA	1	6	8	1	4	7	27
63	BIO3-DE	Biotest AG Pref	3	7	4	4	5	3	26
64	EN-FR	Bouygues SA	1	1	1	10	3	10	26

65	EKTA.B-SE	Elekta AB Class B	8	3	8	1	4	2	26
66	FME-DE	Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA	5	5	7	1	2	6	26
67	FRE-DE	Fresenius SE & Co. KGaA	7	2	7	2	1	7	26
68	ROG-CH	Roche Holding Ltd Genusssch.	2	1	10	3	3	7	26
69	MF-FR	Wendel SA	3	1	5	8	1	8	26
70	MS-IT	Mediaset S.p.A.	1	3	5	10	3	3	25
71	SAX-DE	Stroeer Media AG	5	2	4	7	1	6	25
72	UTDI-DE	United Internet AG	8	2	6	3	2	4	25
73	COP-DE	CompuGroup Medical AG	7	2	5	8	1	1	24
74	BARN-CH	Barry Callebaut AG	6	4	3	1	3	5	22
75	SW-FR	Sodexo SA	3	1	2	5	5	6	22
76	FER-ES	Ferrovial, S.A.	1	1	3	6	1	9	21
77	MEO-DE	METRO AG	1	1	1	10	2	5	20
78	TALK-GB	TalkTalk Telecom Group PLC	2	3	2	9	1	2	19
79	OCI-NL	OCI NV	6	1	6	3	1	1	18

Quelle: FactSet, BHF-BANK

Unternehmensprofile

Unternehmen*	Seite
RIB Software AG	51
Nemetschek AG	52
XING AG	53
Swatch Group Ltd. Bearer	54
Wacker Neuson SE	55
Dassault Systemes SA	56
Antofagasta plc	57
Fresnillo plc	58
Tenaris S.A.	59
Hennes & Mauritz AB Class B	60
Hermes International SCA	61
Industria de Diseno Textil, S.A.	62
RATIONAL AG	63
Societe BIC SA	64
SMA Solar Technology AG	65
ElringKlinger AG	66
Gerry Weber International AG	67
Bechtle AG	68
Carl Zeiss Meditec AG	69
Fielmann AG	70
Fuchs Petrolub SE Pref	71
Dürr AG	72
HORNBACH-Baumarkt-AG	73
Merck KGaA	74
Krones AG	75
Axel Springer SE	76
KSB AG Pref	77
Software AG	78

* Datum Schlusskurs 16. September 2014

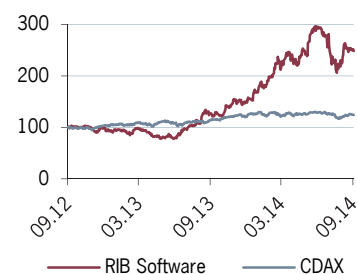
RIB Software AG

DE000AOZ2XN6

Unternehmensprofil

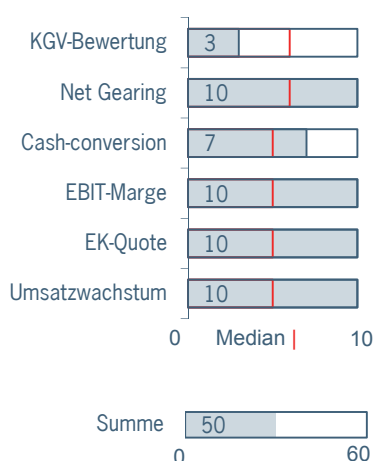
Die RIB Software AG ist ein 1961 in Stuttgart gegründetes Softwareunternehmen. RIB entwickelt und vertreibt Softwarelösungen für die internationale Bauindustrie. Der Fokus liegt dabei auf technischen Enterprise Resource Planning (ERP) Softwarelösungen für die gesamte Wertschöpfungskette bei Bau- und Infrastrukturprojekten. Neben der Softwareentwicklung werden noch weitere Dienstleistungen, wie Beratungsdienste und Softwareservice angeboten. Aktuell rund 20.000 Kunden weltweit. Seit dem Börsengang im Jahr 2011 treibt die RIB-Gruppe die Internationalisierung und Expansion weiter voran und ist mittlerweile an 16 Standorten weltweit präsent. Im vergangenen Geschäftsjahr 2013 konnte das Unternehmen einen Umsatz von 57 Mio. Euro (+45,4%) erzielen. Aufgrund des starken Wachstums wird die RIB Software zum 22. September 2014 in den TecDax aufsteigen.

Kursentwicklung vs. CDAX



Quelle: Datastream (100=10. Sep. 2012)

Scoring Ergebnisse*



*ermittelt aus den 79 ausgesuchten Unternehmen

Kennzahlen

(€ Mio.)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	39,2	57,0	71,3	90,0	105,6
EBITDA	16,5	18,4	24,8	33,2	40,1
EBIT	12,4	13,0	19,2	27,1	32,7
EBT	12,4	k.A.	19,1	27,0	32,6
Nettoergebnis	8,8	9,0	14,3	20,2	24,3
Gewinn je Aktie (€)	0,23	0,24	0,36	0,47	0,54
Dividende je Aktie (€)	0,14	0,06	0,14	0,15	0,17
EV / Umsatz	2,1	3,3	4,9	3,9	3,3
EV / EBITDA	5,6	10,7	14,1	10,6	8,7
EV / EBIT	7,8	15,4	18,3	12,9	10,7
KGV	19,1	30,0	32,6	25,0	21,8
KBV	1,1	1,9	2,3	2,3	2,1
Dividendenrendite (%)	3,2%	0,8%	1,2%	1,3%	1,5%
Free Cash Flow Rendite (%)	-1,7%	1,5%	2,7%	3,5%	4,3%
Netto-Gearing	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5

Quelle: FactSet

Investment Case

Der Kurs der RIB Software AG hat sich in den letzten zwölf Monaten mehr als verdoppelt. Im gleichen Zeitraum konnten auch die Umsätze um 45 % und die EBIT-Marge um 20 % kräftig zulegen. Der Konsens der Analysten geht von einem weiteren hohen Wachstum aus, das auch im Vergleich zur Konkurrenz größer ausfallen sollte. Dies bestätigt sich auch durch den Erhalt eines weiteren Großauftrags für die Deutsche Bahn in 3Q14, sowie dem Aufstieg in den TecDax zum 22. 09.2014, der dem Unternehmen weiteren Auftrieb geben sollte.

SWOT Analyse

Stärken	Überdurchschnittliches Finanzprofil (2013): EK-Quote bei 80,2%; EBIT-Marge bei 21,8%
Schwächen	Hohe Abhängigkeit vom Heimatmarkt: Rd. 58 % des Umsatzes in Deutschland
Chancen	Durch strategische Innovationen sollen gezielt Wachstumsmärkte erschlossen werden.
Risiken	wettbewerbsintensiver IT-Markt; Gefahr, den technologischen Anschluss zu verlieren

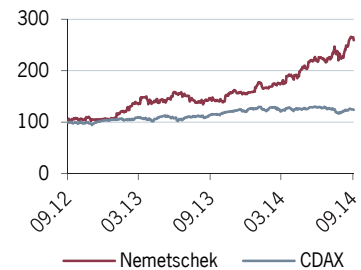
Nemetschek AG

DE0006452907

Unternehmensprofil

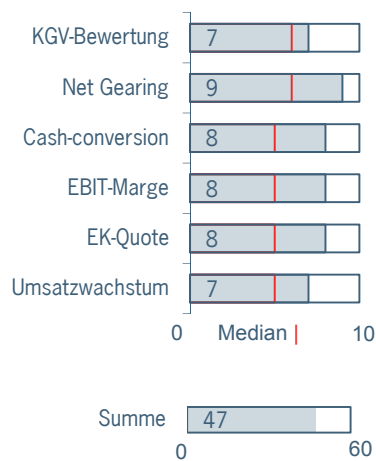
Die 1963 gegründete Nemetschek AG ist heute ein erfolgreicher Hersteller von eigenentwickelter Architektur- und Konstruktionssoftware für die Bauindustrie und die Immobilienwirtschaft. Dabei fungiert die AG als Unternehmensholding, die strategische und Verwaltungsfunktionen für die vier Geschäftsbereiche Planen, Bauen, Nutzen und Multimedia übernimmt. Im Rahmen der Expansionsaktivitäten wurde die Gesellschaft 1997 in eine AG umgewandelt. Börsengang: 1999. Heute ist Nemetschek mit 12 Marken an über 40 Standorten vertreten. 2013 erzielte die Unternehmensgruppe mit über 1.300 Mitarbeiter/-innen einen Umsatz von rd. 186 Mio. Euro bei einer EBIT-Marge von knapp 19%. Nemetschek verfügt über eine konstant hohe Eigenkapitalquote, die zuletzt bei 62,9 % lag und hat aktuell eine Nettoliquidität von 58,7 Mio. Euro (H1 2014).

Kursentwicklung vs. CDAX



Quelle: Datastream (100=10. Sep. 2012)

Scoring Ergebnisse*



Kennzahlen

(€ Mio.)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	175,1	185,9	212,7	230,1	245,7
EBITDA	39,1	46,7	53,5	57,8	63,5
EBIT	28,5	36,2	45,5	50,0	54,5
EBT	28,4	36,1	45,4	49,9	54,5
Nettoergebnis	18,9	24,0	30,8	34,2	37,8
Gewinn je Aktie (€)	1,96	2,49	3,21	3,53	3,85
Dividende je Aktie (€)	1,15	1,30	1,38	1,50	1,60
EV / Umsatz	1,6	2,4	3,5	3,2	3,0
EV / EBITDA	6,9	9,6	14,0	12,9	11,7
EV / EBIT	9,3	12,5	16,4	14,9	13,7
KBV	16,9	20,2	25,6	23,3	21,3
KBV	2,9	4,2	5,8	5,1	4,4
Dividendenrendite (%)	3,5%	2,6%	1,7%	1,8%	1,9%
Free Cash Flow Rendite (%)	3,8%	4,4%	4,3%	4,7%	5,3%
Netto-Gearing	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6

Quelle: FactSet

*ermittelt aus den 79 ausgesuchten Unternehmen

Investment Case

Nemetschek konnte im vergangenen Geschäftsjahr 2013 sowohl den Umsatz als auch die Margen weiter steigern. Dieses Wachstum ging in 2014 weiter, die EBIT-Marge liegt momentan bei 19%. Dies spiegelt sich auch im Kurs wider, der sich in den letzten 12 Monaten nahezu verdoppelt hat. Das angestrebte jährliche Wachstum von 11% - 14% erscheint angesichts des aktuellen Marktumfeldes und der historischen Entwicklung des Unternehmens recht ambitioniert, aber erreichbar. Analysten gehen davon aus, dass der Markt das zukünftige Wachstum schon eingepreist hat.

SWOT Analyse

Stärken	Wartungsgeschäft (48 % der Umsätze) bietet ein solides Fundament für weiteres Wachstum.
Schwächen	Umsatz und Ertrag hängen stark von der Konjunktur und Lage der Bau- und Immobilienbranche ab.
Chancen	Nemetschek will über Akquisitionen und einer Internationalisierung weiter stark wachsen (angestrebte: jährlich 11-14%).
Risiken	Gefahr von Fehlentwicklungen

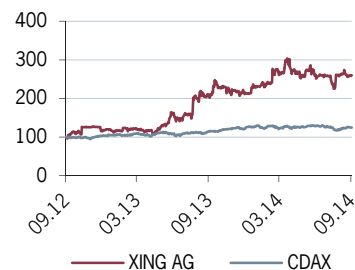
XING AG

DE000XNG8888

Unternehmensprofil

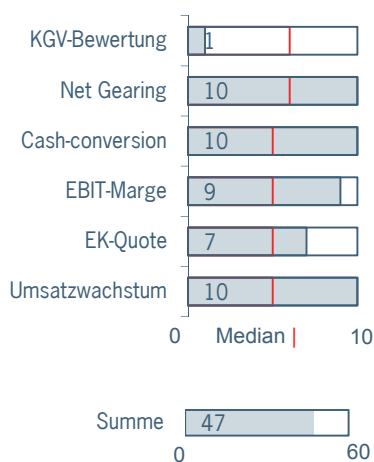
Die XING AG ist der Betreiber des gleichnamigen sozialen Netzwerks, in dem die derzeit 14 Mio. Mitglieder ihre beruflichen Kontakte finden und verwalten können. Auf XING können sich Berufstätige jeglicher Branchen vernetzen, Jobs und Mitarbeiter suchen, sowie sich mit Partnern austauschen. Das Kerngeschäft des führenden Netzwerks in der D/A/CH-Region bildet der Geschäftsbereich Premium Club, der den 800 Tsd. zahlenden Mitgliedern zusätzliche Features bietet. Nach der Gründung 2003 und dem Börsengang 2006 ist die XING AG seit 2011 im TecDax gelistet. XING konnte in den letzten 5 Jahren ihr starkes Wachstum aufrechterhalten und dabei ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 19,1 % erzielen. 2013 konnte XING Umsatzerlöse von 83,3 Mio. Euro erzielen, bei einer EBIT-Marge von 16 %. Die anhaltende Neupositionierung von XING hat die Ertragslage verbessert und führte in 2Q14 zu einer EBIT-Marge von

Kursentwicklung vs. CDAX



Quelle: Datastream (100=10. Sep. 2012)

Scoring Ergebnisse*



Kennzahlen

(€ Mio.)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	72,1	83,3	96,0	107,9	119,1
EBITDA	20,4	22,5	27,3	35,4	41,0
EBIT	12,1	14,5	18,8	26,3	32,4
EBT	12,1	14,5	18,8	26,3	32,4
Nettoergebnis	7,7	9,1	12,1	17,9	21,8
Gewinn je Aktie (€)	1,44	1,65	2,31	3,19	3,91
Dividende je Aktie (€)	0,56	0,62	0,70	0,90	1,14
EV / Umsatz	2,3	4,1	4,7	4,2	3,8
EV / EBITDA	8,5	16,1	16,5	12,8	11,0
EV / EBIT	14,6	25,8	24,0	17,2	13,9
KBV	29,1	45,1	39,2	28,4	23,2
KBV	4,4	6,9	10,5	8,3	6,5
Dividendenrendite (%)	1,3%	0,8%	0,8%	1,0%	1,3%
Free Cash Flow Rendite (%)	2,3%	2,6%	3,3%	3,5%	4,3%
Netto-Gearing	-1,1	-1,1	-1,2	-1,1	-1,0

Quelle: FactSet

* ermittelt aus den 79 ausgesuchten Unternehmen

Investment Case

XING als Marktführer in der D/A/CH-Region kann sein Angebot insbesondere im Premium-Segment und im e-Recruiting noch stark ausbauen. Eine weltweite Expansion dürfte jedoch schwerer realisierbar sein, da der Konkurrent LinkedIn eine riesige Kundenbasis hat und es schwer ist, Mitglieder zu einem Wechsel der Plattform zu überzeugen. Weiterhin muss der geringe Free-float und das geringe Handelsvolumen von XING beachtet werden. Die Analystenschätzungen zu XING variieren stark und gehen von unterschiedlich starkem Wachstum aus.

SWOT Analyse

Stärken	XING mit EBIT-Marge von 20,3 % (2Q14) profitabler als Konkurrent LinkedIn 2,6 % (2Q14)
Schwächen	Mitgliederzahl mit rd. 14 Mio. deutlich kleiner als bei LinkedIn mit mehr als 313 Mio.
Chancen	e-Recruiting wird immer bedeutender
Risiken	Niedriger free-float der Aktie und geringes Handelsvolumen

Swatch Group Ltd. Bearer

CH0012255151

Unternehmensprofil

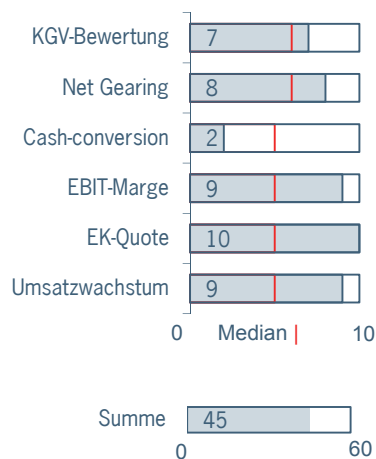
Die schweizerische Swatch Group ist der weltweit größte Hersteller von Fertiguhren. Die Gesellschaft fungiert dabei als Holding und ist in die Bereiche Uhren und Schmuck, sowie elektronische Komponenten gegliedert. Im Kernbereich Uhren werden Uhren sämtlicher Preisklassen unter aktuell 19 Marken, wie Blancpain, Omega, Calvin Klein oder Swatch, vertrieben. Neben organischem Wachstum wächst das Unternehmen auch durch zahlreiche Übernahmen, wie beispielsweise die Übernahme von Glashütte oder Harry Winston. Neben dem Hauptsitz in Biel ist Swatch in 50 weiteren Ländern vertreten. 2013 hat die Swatch Group mit ihren 33.000 Mitarbeitern einen Rekordumsatz von 6,87 Mrd. Euro erzielt und konnte seine EK-Quote mit 81,7 % weiterhin auf konstant hohem Niveau halten. Auch die Profitabilität verbesserte sich stark, der Konzerngewinn stieg um 20,2 %, was einer Netto-Umsatzrendite von 22,8 % entspricht.

Kursentwicklung vs. Stoxx 600



Quelle: Datastream (100=10. Sep. 2012)

Scoring Ergebnisse*



Kennzahlen

(€ Mio.)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	6.469,3	6.870,4	7.342,0	7.918,5	8.573,7
EBITDA	1.665,5	1.706,2	1.937,0	2.157,8	2.384,7
EBIT	1.448,9	1.459,2	1.658,0	1.860,9	2.067,7
EBT	1.446,4	1.457,6	1.642,8	1.826,7	2.042,9
Nettoergebnis	1.327,7	1.560,8	1.329,7	1.492,7	1.664,0
Gewinn je Aktie (€)	24,60	28,77	24,41	27,38	30,49
Dividende je Aktie (€)	5,60	6,09	6,43	7,16	7,93
EV / Umsatz	3,0	3,7	2,8	2,6	2,4
EV / EBITDA	11,5	14,7	10,5	9,4	8,5
EV / EBIT	13,2	17,2	12,3	10,9	9,8
KBV	20,0	16,6	16,5	14,7	13,2
KBV	2,7	3,4	164,1	185,1	208,1
Dividendenrendite (%)	1,5%	1,3%	1,6%	1,8%	1,9%
Free Cash Flow Rendite (%)	2,0%	2,5%	4,1%	4,6%	5,4%
Netto-Gearing	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2

Quelle: FactSet

* ermittelt aus den 79 ausgesuchten Unternehmen

Investment Case

Swatch zeichnet sich durch ein nachhaltiges Wachstum und eine hohen Profitabilität (EBIT-Marge 2013: 21 %) aus. Die EK-Quote liegt auf einem hohen Niveau bei 82 %. Aufgrund des breiten Produkt- und Markenportfolios und der langfristigen Ausrichtung des Unternehmens in Schwellenländer kann in Zukunft von weiterem Wachstum ausgegangen werden, insbesondere im Segment der hochpreisigen und konjunktur-unabhängigen Uhren wie Glashütte Original, Breguet oder Omega. Das aktuelle KGV ist mit 16,5 nahe am historischen Mittelwert, das KBV mit rund 2,5 ebenso. Der Konsens der Analysten geht nach einem stagnierenden Jahr 2014, in 2015 von einem Wachstum der Erträge und Erlöse aus.

SWOT Analyse

Stärken	Starke Konzernmarken (u.a. Glashütte Original, Blancpain) - hoher Bekanntheitsgrad
Schwächen	niedrige Dividendenrendite
Chancen	Internationalisierung in die Schwellenländern bietet durch die dort entstehende Mittelschicht enormes Potential.
Risiken	Apples Watch und Computer-Uhren anderer Hersteller können zu enormer Konkurrenz im unteren Preissegment führen.

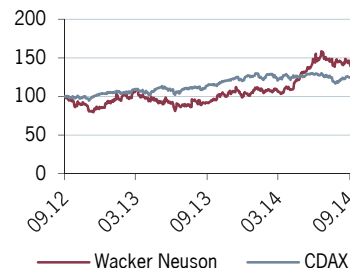
Wacker Neuson SE

DE000WACK012

Unternehmensprofil

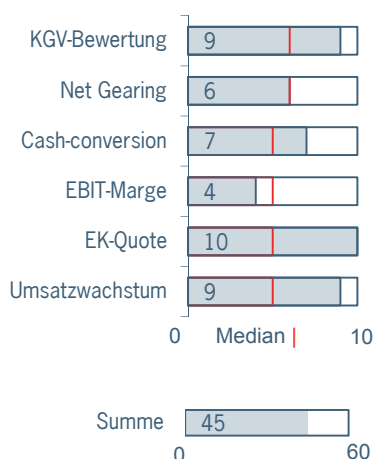
Die Wacker Neuson SE, die ihren Hauptsitz in München hat, ist ein führender Hersteller von Baumaschinen und Baustellentechnik. Die Gesellschaft ist in die Bereiche Baugeräte, Baumaschinen und Dienstleistungen gegliedert. Die Maschinen werden dabei unter den drei Marken Wacker Neuson, Kramer und Weidemann vertrieben. Wacker Neuson konnte in den vergangenen Jahren seine Expansionsstrategie weiter ausbauen und dabei in den letzten fünf Jahren mit über 4.100 Mitarbeitern ein Umsatzwachstum von 94 % erzielen. Wacker Neuson verfügt über eine konstant hohe Eigenkapitalquote mit 70,7 % und einer EBIT-Marge von 8 %.

Kursentwicklung vs. CDAX



Quelle: Datastream (100=10. Sep. 2012)

Scoring Ergebnisse*



* ermittelt aus den 79 ausgesuchten Unternehmen

Kennzahlen

(€ Mio.)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	1.091,7	1.159,5	1.254,3	1.370,0	1.470,9
EBITDA	142,2	155,0	181,2	198,0	216,5
EBIT	86,4	96,6	120,0	135,0	148,2
EBT	77,8	88,0	112,5	127,5	141,2
Nettoergebnis	54,1	61,2	79,0	89,0	96,2
Gewinn je Aktie (€)	0,77	0,87	1,13	1,28	1,37
Dividende je Aktie (€)	0,30	0,40	0,45	0,50	0,55
EV / Umsatz	0,9	0,9	1,1	1,0	0,9
EV / EBITDA	6,9	6,5	7,3	6,7	6,1
EV / EBIT	11,7	10,6	11,0	9,8	8,9
KBV	13,4	13,2	14,0	12,3	11,5
KBV	0,8	0,9	1,1	1,1	1,0
Dividendenrendite (%)	2,9%	3,5%	2,8%	3,2%	3,5%
Free Cash Flow Rendite (%)	-8,0%	5,1%	3,3%	4,6%	5,9%
Netto-Gearing	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1

Quelle: FactSet

Investment Case

Wacker Neuson hat im vergangenen Jahrzehnt ein starkes Wachstum erreicht und konnte den Umsatz fast verdoppeln. Die Erträge konnten jedoch nicht ganz Schritt halten. Die Konkurrenz aus China, die auf den deutschen und europäischen Markt drängt, wird Wacker Neuson Marktanteile streitig machen und Druck auf die Margen ausüben. Mit einem KGV von 15 und einem KBV von 1,2 wird die Aktie z.T. niedriger bewertet als die Wettbewerber.

SWOT Analyse

Stärken	Weltweite Präsenz; gute Position bei Boden- u. Asphaltverdichtung
Schwächen	Margenwachstum im Neugeschäft limitiert
Chancen	Asien: Wachstum durch Infrastrukturprojekte
Risiken	Konkurrenz aus China, z.B. Sany oder SDLG, drängt zunehmend auf Kernmarkt Europa (Umsatzanteil 71 %)

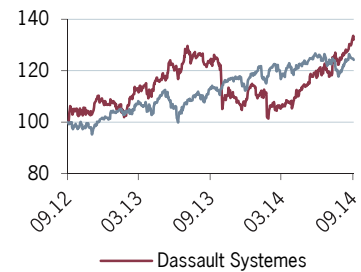
Dassault Systemes SA

FR0000130650

Unternehmensprofil

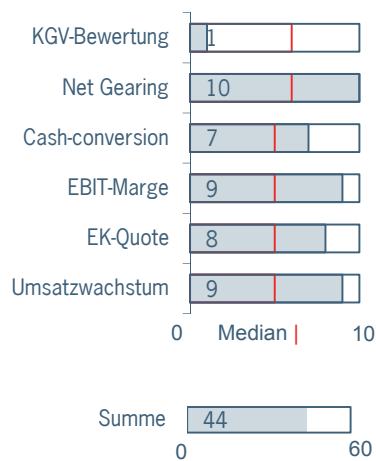
Die Dassault Systèmes SA ist ein französisches Softwareunternehmen, das Softwarelösungen für den gesamten Produktlebenszyklus eines Produktes herstellt. Dabei entwickelt das Unternehmen branchenführende 3D-Anwendungen für alle, an der Produktentwicklung Beteiligten, vom Designer bis hin zum Vertriebsmitarbeiter. Dassault Systemes entwickelt für nahezu alle Branchen Software, beispielsweise für Verteidigung, Luftfahrt und Einzelhandel. Die Gesellschaft ist mit ihren 9.600 Mitarbeitern neben dem Hauptsitz in Vélizy-Villacoublay, Frankreich noch an über 100 Standorten weltweit vertreten. Im Jahr 2013 hat die Dassault Systemes SA, bei einem Umsatz von 2,07 Mrd. Euro eine EBIT-Marge von 24,7% erzielt. Ihre eingeschlagene Wachstumsstrategie möchte die Gesellschaft auch in den kommenden Jahren aufrechterhalten und dabei ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 14 % erreichen.

Kursentwicklung vs. Stoxx 600



Quelle: Datastream (100=10. Sep. 2012)

Scoring Ergebnisse*



Kennzahlen

(€ Mio.)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	2.028,3	2.066,1	2.306,0	2.549,5	2.741,5
EBITDA	658,9	665,4	734,8	837,5	922,0
EBIT	526,8	524,1	698,0	793,0	868,5
EBT	519,1	521,0	691,1	781,7	855,5
Nettoergebnis	334,8	352,3	459,0	519,3	573,0
Gewinn je Aktie (€)	1,36	1,41	1,80	2,03	2,24
Dividende je Aktie (€)	0,40	0,42	0,43	0,50	0,56
EV / Umsatz	4,6	4,9	5,4	4,8	4,5
EV / EBITDA	14,7	15,5	16,8	14,7	13,4
EV / EBIT	18,6	19,8	17,7	15,6	14,2
KBV	31,0	32,0	29,0	25,8	23,3
KBV	4,4	4,3	4,6	4,2	3,7
Dividendenrendite (%)	0,9%	0,9%	0,8%	1,0%	1,1%
Free Cash Flow Rendite (%)	3,5%	3,5%	3,8%	4,1%	4,5%
Netto-Gearing	-0,5	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5

Quelle: FactSet

* ermittelt aus den 79 ausgesuchten Unternehmen

Investment Case

Dassault Systemes profitiert von ihrem hohen Marktanteil als Marktführer in der schnell wachsenden 3D-Branche. Der Umsatz und die Erträge konnten deshalb in den vergangenen Jahren auf einem hohen Niveau wachsen. Zu beachten ist jedoch die momentan schwierige Lage in der Softwarebranche, der sich auch Dassault Systemes nicht entziehen kann. Trotz der Gewinnwarnung im vergangenen Jahr und des moderaten Wachstums sollte das Unternehmen, aufgrund der Marktstellung, weiteres Wachstum, wenn auch nicht so stark, generieren können. Analysten gehen von weiterhin wachsenden EPS aus.

SWOT Analyse

Stärken	Dassault ist mit rd. 30% Weltmarktführer bei stark wachsender 3D-Software.
Schwächen	niedrige Dividendenrendite
Chancen	Wachstum: Software für neue Industrien; Wachstum in neue Regionen
Risiken	Fehlentwicklungen bei neuen Softwarelösungen

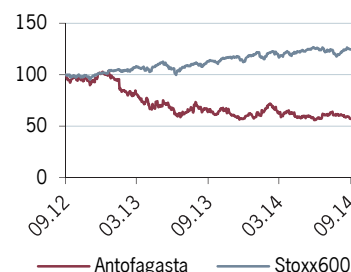
Antofagasta plc

GB0000456144

Unternehmensprofil

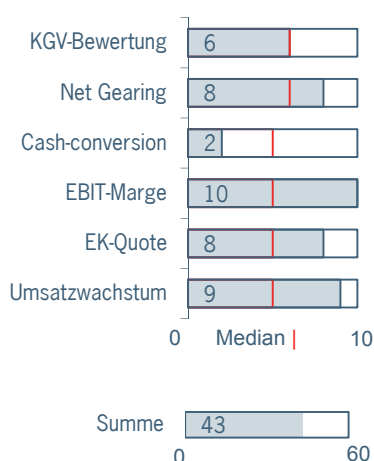
Antofagasta plc ist ein chilenischer Bergbaukonzern mit Sitz in London. Das Unternehmen ist in der Förderung von Kupfer, sowie einiger Nebenprodukte, Molybdän und Gold, tätig. Das Kerngeschäft bildet jedoch Kupfer, das zirka 90 % der Umsätze ausmacht. Antofagasta ist einer der größten Kupferförderer weltweit und ist hauptsächlich in Chile tätig. Das 1888 gegründete Unternehmen ist an der London Stock Exchange gelistet und Bestandteil des FTSE 100. Antofagasta hat 2013 einen Umsatz in Höhe von umgerechnet 4,5 Mrd. Euro erzielt, bei einer Eigenkapitalquote von 54 %. Auch die Profitabilität von Antofagasta ist auf einem konstant hohen Niveau bei einer derzeitigen EBIT-Marge von 36,7%.

Kursentwicklung vs. Stoxx 600



Quelle: Datastream (100=10. Sep. 2012)

Scoring Ergebnisse*



*ermittelt aus den 79 ausgesuchten Unternehmen

Kennzahlen

(€ Mio.)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	5.247,4	4.498,0	4.270,6	4.482,9	4.906,8
EBITDA	2.994,1	2.041,3	1.889,7	1.988,9	2.296,3
EBIT	2.609,3	1.651,4	1.513,1	1.566,2	1.846,4
EBT	2.542,5	1.604,7	1.437,4	1.503,6	1.784,6
Nettoergebnis	803,4	496,8	586,0	607,9	724,2
Gewinn je Aktie (€)	0,82	0,50	0,60	0,64	0,76
Dividende je Aktie (€)	0,15	0,60	0,24	0,21	0,28
EV / Umsatz	3,0	2,2	2,5	2,4	2,2
EV / EBITDA	5,2	4,9	5,6	5,4	4,6
EV / EBIT	6,0	6,1	7,0	6,8	5,8
KBV	20,0	19,3	16,0	14,9	12,5
KBV	3,0	2,0	5,1	5,5	6,0
Dividendenrendite (%)	0,9%	6,2%	2,3%	2,2%	2,7%
Free Cash Flow Rendite (%)	16,1%	2,3%	0,7%	4,4%	6,4%
Netto-Gearing	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0

Quelle: FactSet

Investment Case

Antofagasta zeichnet sich vor allem durch eine hohe Profitabilität aus. Trotz eines Umsatzrückganges um 10 % in 2013 konnte die EBIT-Marge auf einem bemerkenswerten Niveau, bei 36,7 %, gehalten werden. In den Vorjahren lag die EBIT-Marge meist bei rund 50 %. Der Rückgang ist vor allem durch den Preisrückgang von Kupfer zu erklären, mit dem das Unternehmensergebnis stark korreliert. Die EPS schwanken sehr stark, mitunter bis zu 50 %. Der Konsens der Analysten geht davon aus, dass der Rückgang in 2013 nur sehr langsam aufgeholt werden kann. Derzeit haben nur 17% ein positives Rating für die Aktie.

SWOT Analyse

Stärken	Antofagasta hat ein starkes Umsatzwachstum (seit 2008 verdoppelt) gepaart mit einer hohen Profitabilität (EBIT-Marge: 36,71 %)
Schwächen	Umsätze konzentrieren sich stark auf Kupfer (Anteil an Umsatzerlösen: 90 %).
Chancen	Kupfernachfrage in Europa und vor allem in China, dem größten Nachfrager, steigt langsam wieder an.
Risiken	Chilenische Regierung plant Erhöhung der Unternehmenssteuer um von 20 % auf 27 % im September 2014.

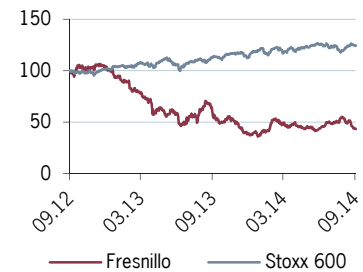
Fresnillo PLC

GB00B2QPKJ12

Unternehmensprofil

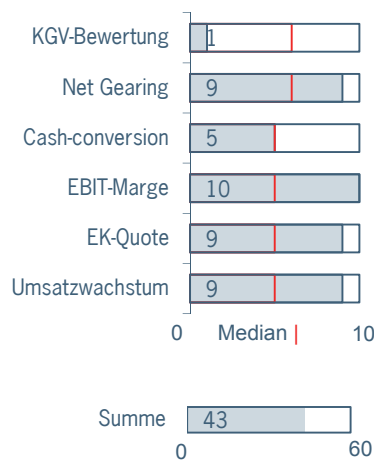
Fresnillo PLC ist ein mexikanisches Bergbauunternehmen, das vor allem in der Förderung von Gold und Silber tätig ist. Fresnillo ist momentan mit einem Marktanteil von 53 % der größte Silberproduzent weltweit und einer der größten Goldproduzenten Mexikos, was vor allem auf die weitreichenden Schürfrechte zurückgeht. Das 2007 gegründete Unternehmen ist an der London Stock Exchange und der Mexican Stock Exchange gelistet. In 2013 hatte die Gesellschaft mit über 3.300 Mitarbeitern einen Umsatz von umgerechnet 1,2 Mrd. Euro, bei einer EBIT-Marge von 32%. Die EK-Quote liegt derzeit bei 56,2%

Kursentwicklung vs. Stoxx 600



Quelle: Datastream (100=10. Sep. 2012)

Scoring Ergebnisse*



*ermittelt aus den 79 ausgesuchten Unternehmen

Kennzahlen

(€ Mio.)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	1.679,6	1.212,8	1.179,1	1.427,7	1.726,5
EBITDA	1.018,8	539,0	533,8	697,0	930,9
EBIT	821,2	358,7	332,4	475,4	675,6
EBT	818,1	347,4	308,6	457,4	655,3
Nettoergebnis	573,1	181,1	182,9	280,1	383,7
Gewinn je Aktie (€)	0,80	0,25	0,23	0,36	0,53
Dividende je Aktie (€)	0,43	k.A.	0,12	0,17	0,25
EV / Umsatz	9,6	5,2	6,3	5,2	4,3
EV / EBITDA	15,8	11,8	14,0	10,7	8,0
EV / EBIT	19,6	17,7	22,5	15,7	11,1
KBV	20,0	35,4	44,7	28,4	19,1
KBV	9,6	4,0	2,5	2,7	2,9
Dividendenrendite (%)	1,9%	k.A.	1,2%	1,7%	2,5%
Free Cash Flow Rendite (%)	3,0%	0,3%	0,4%	0,8%	3,9%
Netto-Gearing	-0,2	-0,2	0,0	0,1	0,1

Quelle: FactSet

Investment Case

Der Kursverlauf der Fresnillo-Aktie war in den letzten fünf Jahren äußerst volatil. Der Grund ist vor allem bei der Korrelation zum Goldpreis zu suchen. Minenunternehmen sind stark von den Preisen ihres Fördergutes abhängig. Der momentan vergleichsweise niedrige Goldpreis schlägt sich auch auf die Zahlen von Fresnillo nieder, die 2013 Umsatzeinbußen von fast 25 % zu verbuchen hatte. Dennoch konnte ein hoher Überschuss erzielt werden, die EBIT-Marge lag bei 32%. Sollte der Goldpreis wieder auf ein höheres Niveau zurückkehren, wird dies auch die Erträge von Fresnillo beeinflussen, die 2011 bei einem hohen Goldpreis eine EBIT-Marge von 61 % hatten.

SWOT Analyse

Stärken	Überdurchschnittliche Ertragskraft: EBIT Marge 2013: 32% (Vorjahr: 48,9%)
Schwächen	Erlöse und Erträge schwanken sehr stark.
Chancen	Fresnillo besitzt in Mexiko hohe Marktanteile und Schürfrechte über große Gebiete und Minen.
Risiken	Schwankender Gold- u. Silberpreis; Explorationsrisiken

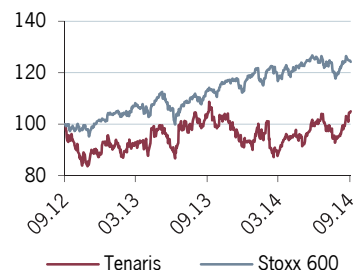
Tenaris S.A.

LU0156801721

Unternehmensprofil

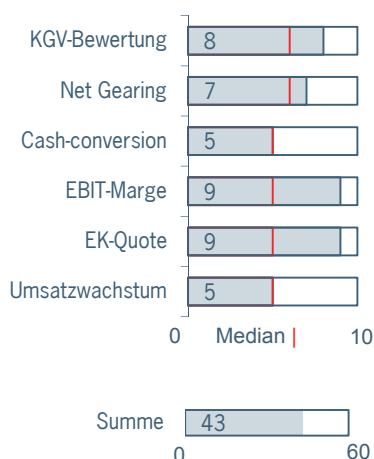
Tenaris S.A. ist ein führender Hersteller von Stahlrohr-Produkten und damit verbundenen Dienstleistungen. Zum Kernbereich gehört vor allem die Herstellung von nahtlosen und geschweißten Stahlrohren, insbesondere für die Öl- und Gasindustrie. In den vergangenen Jahren hat die Gesellschaft ihre weltweite Marktpräsenz durch Übernahmen gestärkt und nimmt nun eine führende Stellung unter Stahlrohrproduzenten ein. Tenaris ist neben dem Firmensitz in Luxemburg noch an über 80 Standorten weltweit präsent. 2013 konnte das Unternehmen bei einem Umsatz von 8,0 Mrd. EUR eine EBIT-Marge von 20,5% erzielen. Die Eigenkapitalausstattung ist mit 71% sehr solide.

Kursentwicklung vs. Stoxx 600



Quelle: Datastream (100=10. Sep. 2012)

Scoring Ergebnisse*



* ermittelt aus den 79 ausgesuchten Unternehmen

Kennzahlen

(€ Mio.)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	8.434,6	7.981,8	8.124,4	9.058,5	9.549,9
EBITDA	2.280,8	2.136,6	2.173,3	2.403,2	2.613,4
EBIT	1.838,9	1.677,1	1.691,3	1.901,1	2.066,8
EBT	1.795,7	1.624,1	1.656,6	1.868,7	2.034,6
Nettoergebnis	1.322,8	1.168,6	1.245,5	1.395,1	1.495,7
Gewinn je Aktie (€)	1,12	0,99	1,06	1,19	1,26
Dividende je Aktie (€)	0,33	0,31	0,34	0,36	0,40
EV / Umsatz	2,2	2,3	2,5	2,2	2,1
EV / EBITDA	8,4	8,7	9,3	8,4	7,8
EV / EBIT	10,5	11,1	12,0	10,7	9,8
KBV	13,9	16,1	16,8	15,0	14,1
KBV	2,1	2,1	2,0	1,9	1,7
Dividendenrendite (%)	2,1%	2,0%	1,9%	2,0%	2,3%
Free Cash Flow Rendite (%)	3,9%	5,5%	3,1%	3,2%	4,3%
Netto-Gearing	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1

Quelle: FactSet

Investment Case

Tenaris hat ein solides Finanzprofil. Neben einer EK-Quote von 71 % und Cash-Flows von 1,2 Mrd. Euro (2013) zeichnet sich Tenaris durch eine Nettorendite von fast 15 % aus. Nach dem starken Wachstum in den vergangenen Jahren hat der Umsatz 2013 leicht nachgegeben. In Zukunft sollte Tenaris jedoch, aufgrund seiner starken Marktstellung, wieder ein höheres Umsatzwachstum und steigende Überschüsse erzielen können. Die Konsensschätzung für den Gewinn je Aktie 2015 steigt um 12,3% und das durchschnittliche Kursziel liegt aktuell bei 18,1 Euro je Aktie.

SWOT Analyse

Stärken	Starke Präsenz in allen wichtigen Märkten: U.a. USA, Südamerika
Schwächen	Hohe Abhängigkeit von der Öl- und Gasindustrie
Chancen	Neue Arten der Energiegewinnung (z.B. Fracking) erfordern einen Aufbau von neuen Förderplattformen.
Risiken	Längerfristige Schwankungen des Öl- und Gaspreises haben Einfluss auf die Nachfrage

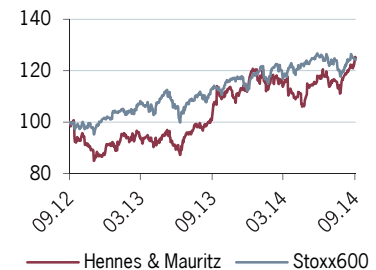
Hennes & Mauritz AB Class B

SE0000106270

Unternehmensprofil

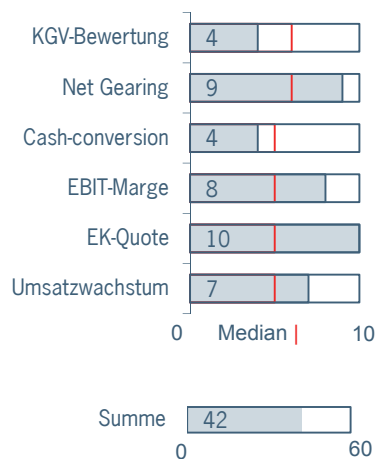
Hennes & Mauritz AB ist ein schwedisches Textilunternehmen, das in 53 Ländern tätig ist. Die von den eigenen Designern entworfene Bekleidung für Damen, Herren und Kindern werden über externe Produzenten hergestellt und in gemieteten Läden vertrieben. Um an dem digitalen Einzug in das Modegeschäft teil zu haben, hat Hennes & Mauritz seit 2008 einen Online Shop. Mit einem Umsatz von 14,9 Mrd. Euro in 2013 ist das Unternehmen Europas zweitgrößter Modekonzern, der seine internationale Expansion weiter voran treibt und vor allem im asiatischen und lateinamerikanischen Raum neue Läden eröffnet. Trotz des harten Wettbewerbs in der Modebranche kann Hennes & Mauritz seine Profitabilität auf hohem Niveau halten und hat derzeit eine EBIT-Marge von 17,2%.

Kursentwicklung vs. Stoxx 600



Quelle: Datastream (100=10. Sep. 2012)

Scoring Ergebnisse*



* ermittelt aus den 79 ausgesuchten Unternehmen

Kennzahlen

(€ Mio.)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	13.837,1	14.905,3	16.184,8	18.109,9	19.964,7
EBITDA	2.916,2	3.056,0	3.338,4	3.769,1	4.211,0
EBIT	2.491,8	2.570,1	2.802,3	3.147,5	3.495,2
EBT	2.491,8	2.570,1	2.804,2	3.136,7	3.483,3
Nettoergebnis	1.932,1	1.988,6	2.167,2	2.435,2	2.711,6
Gewinn je Aktie (€)	1,17	1,20	1,31	1,47	1,64
Dividende je Aktie (€)	1,09	1,10	1,10	1,19	1,27
EV / Umsatz	2,8	3,4	3,4	3,0	2,7
EV / EBITDA	13,4	16,8	16,3	14,4	12,9
EV / EBIT	15,6	20,0	19,4	17,3	15,6
KBV	20,0	26,8	25,6	22,7	20,5
KBV	8,2	10,2	3,3	3,7	4,1
Dividendenrendite (%)	4,4%	3,4%	3,2%	3,5%	3,7%
Free Cash Flow Rendite (%)	2,4%	3,1%	3,0%	3,5%	3,9%
Netto-Gearing	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4

Quelle: FactSet

Investment Case

Hennes & Mauritz hat sich in den letzten Jahren vor allem durch ein konsequentes Wachstum, ohne jegliche Einbrüche, hervorgetan. Das durchschnittliche Wachstum in den letzten fünf Jahren betrug 7,8 %. Anzumerken ist jedoch, dass die Profitabilität durch die Expansion nicht Schritt halten konnte. Während die EBIT-Marge 2008 noch 22,8% betrug, fiel dieses sukzessive auf 17,2% in 2013 zurück. Analysten gehen in den kommenden Jahren von einem weiteren Wachstum auf dem Niveau der Vorjahre aus.

SWOT Analyse

Stärken	sehr nachhaltiges und solides Umsatzwachstum (In vergangenen 15 Jahren stets gewachsen).
Schwächen	Wettbewerb bei jungen Käufern, der Zielgruppe von H&M, ist stark umkämpft.
Chancen	Expansionspläne in die Schwellenländern schreiten vorran (jährlich 10 % Wachstum der Stores). Stationäres und Online-Geschäft verbinden.
Risiken	Ein-Markenstrategie ist sehr riskant, bei etwaigen Reputationsschäden; andere Marken weitgehend unbekannt.

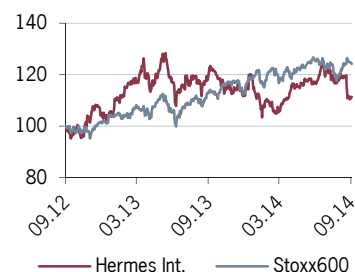
Hermès International SCA

FR0000052292

Unternehmensprofil

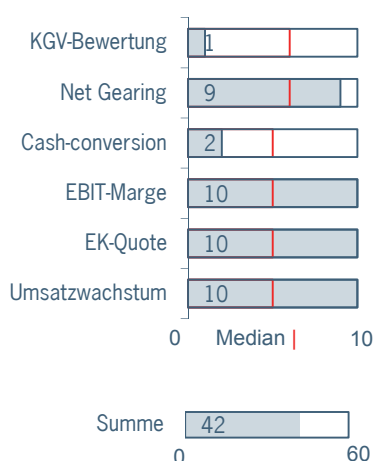
Hermès International ist ein erfolgreiches, französisches Modeunternehmen, das vorwiegend Luxus-Artikel im hochpreisigen Segment anbietet. Der Bereich Lederwaren repräsentiert rd. 44% der gesamten Umsätze. Hermès ist vor allem für seine hochwertige Anfertigung bekannt, einige Produkte werden komplett von einem einzigen Mitarbeiter in Handwerksarbeit angefertigt. Der Vertrieb der Produkte erfolgt ausschließlich über eigene Hermès-Boutiquen und in ausgewählten Fachgeschäften. 2013 konnte Hermès einen Umsatz von 3,8 Mrd. Euro erzielen, bei einer Eigenkapitalquote von 71,7%. Hermès hat in den vergangenen zehn Jahren ohne Ausnahme sowohl den Umsatz, als auch die Ertragskraft verbessern können und dabei die EBIT-Marge auf 32,9% erhöht.

Kursentwicklung vs. Stoxx 600



Quelle: Datastream (100=10. Sep. 2012)

Scoring Ergebnisse*



* ermittelt aus den 79 ausgesuchten Unternehmen

Kennzahlen

(€ Mio.)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	3.484,1	3.754,8	4.105,4	4.559,7	5.010,9
EBITDA	1.219,3	1.332,7	1.464,7	1.636,8	1.815,8
EBIT	1.101,1	1.195,4	1.318,5	1.475,5	1.641,0
EBT	1.100,0	1.194,6	1.286,1	1.433,4	k.A.
Nettoergebnis	739,9	790,3	872,0	972,2	1.091,0
Gewinn je Aktie (€)	7,11	7,59	8,29	9,31	10,41
Dividende je Aktie (€)	2,50	2,70	3,02	3,45	3,93
EV / Umsatz	6,6	7,1	6,0	5,4	4,9
EV / EBITDA	18,3	19,4	16,9	15,1	13,6
EV / EBIT	20,2	21,5	18,7	16,7	15,1
KBV	31,8	34,7	29,5	26,3	23,5
KBV	10,0	9,7	7,5	6,3	5,3
Dividendenrendite (%)	1,1%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%
Free Cash Flow Rendite (%)	1,7%	2,6%	3,0%	3,1%	3,6%
Netto-Gearing	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5

Quelle: FactSet

Investment Case

Hermès konnte neben dem starken Wachstum beim Umsatz, vor allem auch eine höhere Profitabilität erreichen. Die EBIT-Marge betrug 2013 32,8%. Dies machte sich auch bei den Kennzahlen pro Aktie bemerkbar. Sowohl die Dividende als auch die EPS wuchsen in den letzten 5 Jahren um mehr als 100%. Es kann davon ausgegangen werden, dass dieses starke Wachstum in Zukunft weiter auf diesem Niveau verläuft. Aktuell haben nur 11% der Analysten ein positives Rating für die Aktie. Offenbar ist das Potenzial des Unternehmens erkannt. Der fundamentale Ausblick ist jedoch weiter positiv.

SWOT Analyse

Stärken	Hoher Bekanntheitsgrad der Marke Hermès; überdurchschnittliche Ertragskraft
Schwächen	niedrige Dividendenrendite
Chancen	Stark wachsender Markt in den Schwellenländern durch aufkommende Oberschicht in Asien und Lateinamerika.
Risiken	23 % Beteiligung des Konkurrenten LVMH, der nun an die Aktionäre verteilt wurde, sorgt für Unruhe/ Sorgen bei den Aktionären.

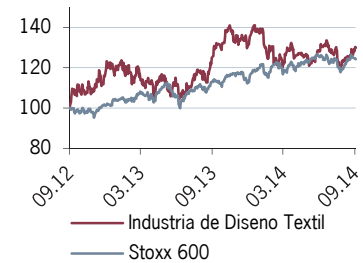
Industria de Diseno Textil, S.A.

ES0148396007

Unternehmensprofil

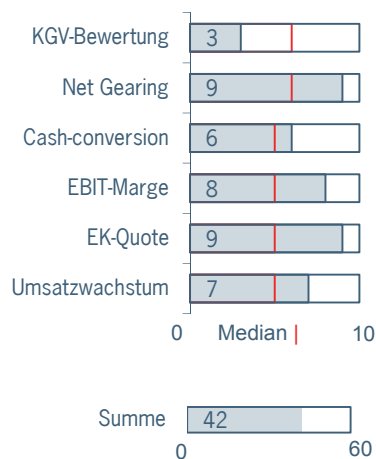
Die Industria de Diseno Textil S.A. oder kurz Inditex ist ein 1975 gegründetes, spanisches Textilunternehmen. Zur Geschäftstätigkeit gehört neben der Herstellung von Damen- und Herrenkleidung auch die Produktion von Schuhwaren, sowie von Heimtextilien. Inditex übernimmt dabei den gesamten Prozess des Produktes, vom Design über die Herstellung bis hin zum Vertrieb. Die Produkte werden dabei unter verschiedenen Markennamen, wie Zara, Bershka oder Massimo Dutti vertrieben. Inditex konnte in den letzten Jahren ihre Wachstumsstrategie konsequent weiterverfolgen und dabei jährlich mehr als 300 neue Stores eröffnen. Somit hat Inditex momentan 6.000 Filialen und zählt als größter Modekonzern weltweit. Mit über 120.000 Mitarbeitern weltweit erzielte Inditex einen Umsatz von rund 16,7 Mrd. Euro, bei einer EBIT-Marge von 18,6 %.

Kursentwicklung vs. Stoxx 600



Quelle: Datastream (100=10. Sep. 2012)

Scoring Ergebnisse*



* ermittelt aus den 79 ausgesuchten Unternehmen

Kennzahlen

(€ Mio.)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	15.946,1	16.724,4	19.925,0	21.841,2	24.588,0
EBITDA	3.929,9	3.870,4	4.197,2	4.733,2	5.236,8
EBIT	3.133,8	3.063,8	3.302,3	3.732,5	4.155,6
EBT	3.131,0	3.052,7	3.279,6	3.707,1	4.127,1
Nettoergebnis	2.360,8	2.377,1	2.550,0	2.879,0	3.215,0
Gewinn je Aktie (€)	0,76	0,76	0,82	0,92	1,04
Dividende je Aktie (€)	0,38	0,38	0,52	0,59	0,66
EV / Umsatz	3,8	3,9	3,4	3,1	2,7
EV / EBITDA	15,4	16,6	16,1	14,3	12,9
EV / EBIT	19,3	20,9	20,4	18,1	16,2
KBV	27,3	29,0	28,4	25,2	22,5
KBV	7,6	7,5	7,1	6,3	5,7
Dividendenrendite (%)	1,8%	1,7%	2,2%	2,5%	2,8%
Free Cash Flow Rendite (%)	2,3%	3,0%	3,5%	4,0%	4,7%
Netto-Gearing	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6

Quelle: FactSet

Investment Case

Inditex konnte durch die Expansion und Internationalisierung in den vergangenen Jahren stark wachsen. Trotz der hohen Investitionen in neue Stores konnte die Profitabilität von 15,6 % in 2010 auf 18,6 % Anfang 2014 noch gesteigert werden. Im vergangenen Geschäftsjahr 2013/2014 musste Inditex unter dem Konsumrückgang in Europa, insbesondere in Spanien, leiden und verlangsamte sein Wachstum von 15 % auf 5 %. In Zukunft kann dennoch, durch die weitere Internationalisierung und verminderte Abhängigkeit vom Heimatmarkt, von einem weiteren, höheren Wachstum ausgegangen werden. Eine Belebung der spanischen Konjunktur und des Konsums dürfte weitere Impulse bringen.

SWOT Analyse

Stärken	Weltweit größter Modekonzern mit bekannten Eigennamen (vor allem Zara)
Schwächen	Hohe Abhängigkeit vom europäischen Markt (66 % Anteil der Umsatzerlöse).
Chancen	In Asien wächst Inditex sehr stark, vor allem in China.
Risiken	Weiterer Konsumrückgang in Südeuropa, insbesondere dem Stammland Spanien, gefährdet Wachstum

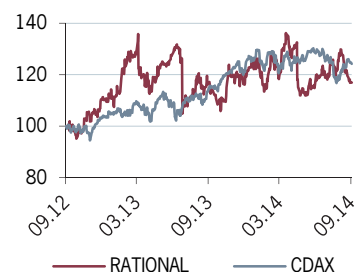
RATIONAL AG

DE0007010803

Unternehmensprofil

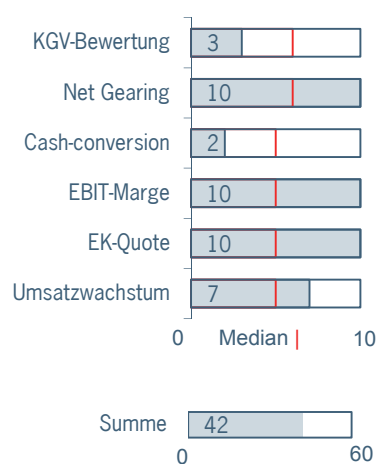
Die RATIONAL AG, 1973 gegründet in Landsberg am Lech, ist ein erfolgreicher Hersteller von Küchengeräten für die thermische Speisenzubereitung. Mit einem Marktanteil von 54% weltweit ist RATIONAL Markt- und Technologieführer. 2000 erfolgte der Börsengang der RATIONAL AG, die derzeit im MDAX gelistet ist. Neben den Hauptproduktionsstandorten in Landsberg am Lech und im französischen Wittenheim ist die Gesellschaft noch in 21 weiteren Ländern präsent. 2013 erzielte RATIONAL mit 1.300 Mitarbeitern einen Umsatz von 461,1 Mio. Euro. In den vergangenen Jahren konnte RATIONAL seine Ertragskraft weiter stärken und die EBIT-Marge auf 28,1 % verbessern.

Kursentwicklung vs. CDAX



Quelle: Datastream (100=10. Sep. 2012)

Scoring Ergebnisse*



* ermittelt aus den 79 ausgesuchten Unternehmen

Kennzahlen

(€ Mio.)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	435,0	461,1	491,0	539,0	584,0
EBITDA	130,3	136,0	145,0	160,0	178,0
EBIT	123,5	128,8	137,2	152,0	167,0
EBT	122,4	127,7	136,2	151,0	166,0
Nettoergebnis	93,3	97,2	104,0	116,0	128,0
Gewinn je Aktie (€)	8,20	8,55	9,20	10,23	11,26
Dividende je Aktie (€)	5,70	6,00	6,50	7,52	8,45
EV / Umsatz	5,4	5,6	5,1	4,6	4,3
EV / EBITDA	18,2	18,8	17,2	15,6	14,0
EV / EBIT	19,2	19,8	18,2	16,4	14,9
KBV	26,6	28,2	24,8	22,3	20,3
KBV	10,4	10,2	8,5	7,6	6,9
Dividendenrendite (%)	2,6%	2,5%	2,8%	3,3%	3,7%
Free Cash Flow Rendite (%)	3,3%	3,5%	3,4%	3,9%	4,5%
Netto-Gearing	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5

Quelle: FactSet

Investment Case

Die RATIONAL AG konnte ihren Marktwert in den vergangenen zehn Jahren fast um das 8-fache steigern. Durch eine Verdreifachung der Umsätze und einer konstant hohen Marge um 25%-30% konnte RATIONAL die Internationalisierung vorantreiben. Als Weltmarkt- und Technologieführer hat das Unternehmen weiterhin sehr gute Wachstumsaussichten. Der Schwäche des Marktes ist jedoch auch RATIONAL ausgesetzt, die 2013 eine Gewinnwarnung herausgeben mussten. Derzeit haben nur 25% der Analysen eine positive Einschätzung für die Aktie. Das durchschnittliche Kursziel (12 Analysten) liegt aktuell rd. 10% über dem aktuellen Kurs.

SWOT Analyse

Stärken	Technologie- und Marktführer bei der thermischen Speisenzubereitung
Schwächen	Vergleichsweise hohes Kurs-Buchwert-Verhältnis: 2013 bei 10,2
Chancen	Expansion nach Asien und Lateinamerika durch Gründung eigener Vertriebsgesellschaften wird fortgesetzt.
Risiken	Währungsrisiken durch hohen Anteil des Auslandsgeschäftes

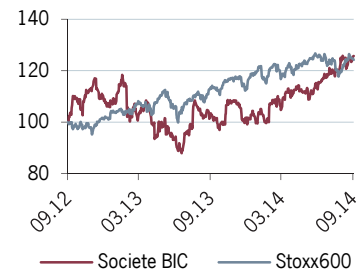
Societe BIC SA

FR0000120966

Unternehmensprofil

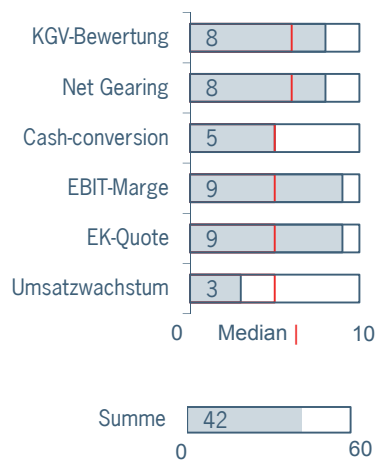
Die Societe BIC SA ist ein französischer Hersteller von Schreibwaren, Feuerzeugen und Einwegrasierern. Bekanntheit hat das Unternehmen vor allem durch seine Kugelschreiber und Feuerzeuge erhalten, die unter dem Markennamen BIC vertrieben werden und weltweit an führender Position sind. In Frankreich, Italien und Luxemburg ist das Wort Bic deshalb zum Gattungsnamen für Kugelschreiber geworden. Das Unternehmen vertreibt sämtliche Produkte unter mehreren Markennamen wie z.B. Tipp-Ex oder Bic Kids. Neben dem Hauptsitz in Clichy, Frankreich ist die Bic Gruppe auch in Europa, den USA und Lateinamerika präsent. Im vergangenen Geschäftsjahr hat die Gesellschaft mit ihren 9.300 Mitarbeitern bei einem Umsatz von 1,89 Mrd. EUR eine EBIT-Marge von 18,4% erzielt. Societe Bic verfügt derzeit über eine Eigenkapitalquote von 65,3 %.

Kursentwicklung vs. Stoxx 600



Quelle: Datastream (100=10. Sep. 2012)

Scoring Ergebnisse*



* ermittelt aus den 79 ausgesuchten Unternehmen

Kennzahlen

(€ Mio.)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	1.898,7	1.887,8	1.968,0	2.046,1	2.140,0
EBITDA	455,6	422,6	458,7	487,5	513,0
EBIT	384,0	347,7	377,2	407,5	432,9
EBT	381,0	345,8	369,6	398,3	421,2
Nettoergebnis	263,1	241,5	261,6	281,7	297,0
Gewinn je Aktie (€)	5,56	5,13	5,58	5,99	6,47
Dividende je Aktie (€)	2,56	2,60	2,76	2,96	3,17
EV / Umsatz	2,1	2,2	2,6	2,5	2,4
EV / EBITDA	9,5	10,3	11,0	10,4	9,9
EV / EBIT	11,4	12,6	13,4	12,4	11,7
KBV	16,2	17,4	19,2	17,9	16,6
KBV	2,9	2,9	3,2	2,9	2,7
Dividendenrendite (%)	2,8%	2,9%	2,6%	2,8%	3,0%
Free Cash Flow Rendite (%)	3,6%	4,1%	4,1%	4,6%	5,2%
Netto-Gearing	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2

Quelle: FactSet

Investment Case

Societe BIC hat seit der Finanzkrise 2007/2008 den Marktwert der Aktie nahezu verdreifachen können. Der Umsatz hat im selben Zeitraum um lediglich 30 % zulegen können, die EPS sind auch nur sehr moderat gewachsen. Zukünftig dürfte sich das Wachstum jedoch etwas abschwächen. In einigen Geschäftsbereichen, wie bei Feuerzeugen, ist nur noch ein sehr geringes, einstelliges Wachstum zu beobachten. Auch die Mehrheit der Analysten zeigt sich vorsichtig und geht von moderaten Wachstumsaussichten aus. Dennoch muss beachtet werden, dass Societe BIC eine beständige Dividendenausschüttungsquote von 50 % in den letzten Jahren hatte und relativ konjunkturunabhängig beim Absatz ist.

SWOT Analyse

Stärken	Weltmarktführer bei Feuerzeugen, die nahezu komplett Konjunkturunabhängig sind.
Schwächen	Sehr langsames Wachstum, bzw. teilweise Stagnation.
Chancen	Wachstumschancen vor allem im mittleren Osten und Afrika.
Risiken	Einweg-Billigprodukte aus Asien können Marktstellung gefährden.

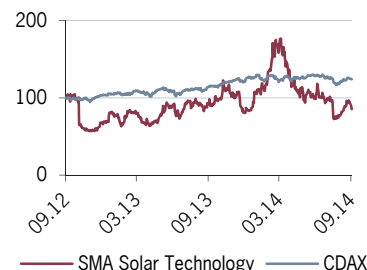
SMA Solar Technology AG

DE000A0DJ6J9

Unternehmensprofil

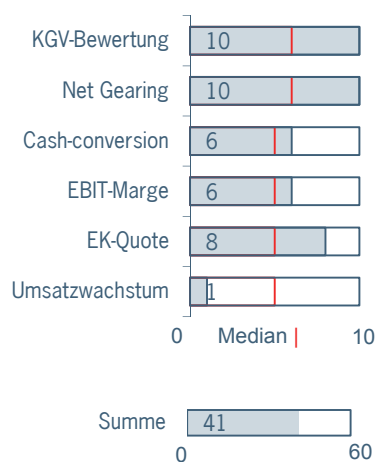
Die SMA Solar Technology AG ist ein deutscher Hersteller von Wechselrichtern für Photovoltaikanlagen, sowie von Komponenten zur Anlagenüberwachung und -auswertung. 2007 erfolgte der Börsengang der Gesellschaft, die mittlerweile im TecDax gelistet ist. Mit rund 5.000 Mitarbeitern ist SMA Solar derzeit in 21 Ländern weltweit vertreten. 2013 gab es in Deutschland einen starken Nachfragerückgang nach Wechselrichtern und der Umsatz von SMA Solar brach um 36 % auf 933 Mio. Euro ein. Die Eigenkapitalquote lag dennoch auf hohem Niveau bei 55 %

Kursentwicklung vs. CDAX



Quelle: Datastream (100=10. Sep. 2012)

Scoring Ergebnisse*



* ermittelt aus den 79 ausgesuchten Unternehmen

Kennzahlen

(€ Mio.)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	1.463,4	932,5	875,0	1.038,5	1.127,1
EBITDA	175,7	-1,3	36,0	100,7	134,2
EBIT	105,8	-84,9	-43,5	21,0	55,0
EBT	104,7	-88,8	-46,0	18,5	53,5
Nettoergebnis	75,1	-66,6	-30,5	14,5	37,3
Gewinn je Aktie (€)	2,16	-1,92	-0,88	0,41	1,07
Dividende je Aktie (€)	0,60	k.A.	0,00	0,08	0,27
EV / Umsatz	0,2	0,5	0,8	0,7	0,6
EV / EBITDA	1,4	29,0	19,9	7,1	5,3
EV / EBIT	2,3	k.A.	-16,5	34,1	13,0
KBV	8,8	k.A.	k.A.	57,0	21,8
KBV	0,8	1,1	1,2	1,1	1,1
Dividendenrendite (%)	3,2%	k.A.	0,0%	0,3%	1,2%
Free Cash Flow Rendite (%)	2,0%	-8,8%	-5,8%	3,7%	5,2%
Netto-Gearing	-0,5	-0,4	k.A.	-0,4	-0,4

Quelle: FactSet

Investment Case

SMA Solar befindet sich derzeit in einem Transformationsprozeß und stellt sich auf die neuen Marktgegebenheiten, insbesondere im Inland, ein. Der drastischen Kürzung der staatlichen Förderprogramme und dem damit verbundenen Nachfrageeinbruch konnte SMA Solar, wie nahezu die gesamte Branche, nicht mit einer Anpassung der Kostenstrukturen in der gleichen Geschwindigkeit folgen. SMA ist dabei, sein Auslandsgeschäft auszubauen.

SWOT Analyse

Stärken	Hoher Auslandsanteil am Umsatz (70 %) reduziert zunehmend die starke Abhängigkeit vom schwächelnden Heimatmarkt
Schwächen	durch externe Faktoren hervorgerufene hohe Kostenbasis im Inland
Chancen	Wachstumsimpulse kommen vor allem aus China, Japan und den USA.
Risiken	Photovoltaikbranche ist stark abhängig von staatlichen Förderungen. Fortsetzung des drastischen Preisverfalls in Inland

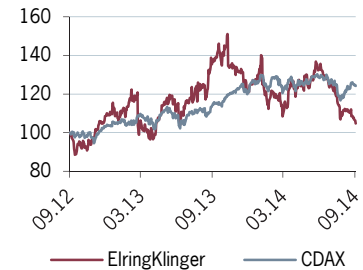
ElringKlinger AG

DE0007856023

Unternehmensprofil

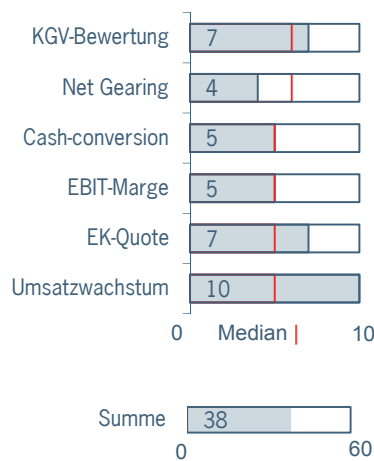
Die ElringKlinger AG ist ein führender, deutscher Automobilzulieferer, der vorwiegend Zylinderkopf- und Spezialdichtungen sowie Abschrilmteile produziert. Im Segment Zylinderkopfdichtungen ist ElringKlinger Weltmarktführer. Das 1879 gegründete Unternehmen setzt seinen Fokus dabei auf Einsparungen im Verbrauch und beim Ausstoß von Gasen. Seit dem Börsengang 2002 und dem Aufstieg in den MDAX im Jahr 2009 verfolgt ElringKlinger weiter seine Expansionsstrategie und ist mittlerweile mit 6.700 Mitarbeitern in 42 Ländern präsent. In 2013 erzielte ElringKlinger einen Umsatz von 1,175 Mrd. Euro, bei einer EBIT-Marge von 13,4%.

Kursentwicklung vs. CDAX



Quelle: Datastream (100=10. Sep. 2012)

Scoring Ergebnisse*



*ermittelt aus den 79 ausgesuchten Unternehmen

Kennzahlen

(€ Mio.)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	1.127,2	1.175,2	1.281,0	1.379,0	1.484,0
EBITDA	212,6	233,6	248,0	272,0	301,3
EBIT	133,2	157,7	167,0	187,0	209,6
EBT	123,8	149,2	155,1	176,0	199,3
Nettoergebnis	85,9	105,4	108,6	122,8	140,5
Gewinn je Aktie (€)	1,36	1,66	1,71	1,95	2,23
Dividende je Aktie (€)	0,45	0,50	0,57	0,65	0,74
EV / Umsatz	1,7	1,9	1,5	1,4	1,3
EV / EBITDA	9,3	10,3	7,8	7,1	6,4
EV / EBIT	15,1	16,1	11,5	10,3	9,2
KBV	18,8	17,8	14,3	12,5	11,0
KBV	2,7	2,8	2,0	1,8	1,6
Dividendenrendite (%)	1,8%	1,7%	2,3%	2,7%	3,0%
Free Cash Flow Rendite (%)	0,3%	-0,5%	1,8%	4,5%	5,4%
Netto-Gearing	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3

Quelle: FactSet

Investment Case

ElringKlinger konnte das Wachstum im bisherigen Jahresverlauf weiter aufrechterhalten. Der Q2 2014 Umsatz stieg um 12,6%, organisch stieg er um 10,2%. Die EBIT-Marge war mit 12,4% leicht unter dem Vorjahresniveau von 13,8%. Wachstumsfantasien ergeben sich durch die Anforderungen an weitere Schadstoffreduzierungen und die zunehmende Elektromobilität. Derzeit haben nur 29% der Analysten (17 Analysten) eine positive Meinung zu de Aktie. Risiken ergeben sich durch die Zyklus des OEM-Geschäftes.

SWOT Analyse

Stärken	Starke Marktstellung bei Zylinderkopf- und Spezialdichtungen; hohes Wachstum (Umsatz seit 2007 verdoppelt).
Schwächen	Hohe Abhängigkeit von den OEM-Auto- und Motorenhersteller; Automobilbranche (90 % Anteil der Umsatzerlöse) und von Europa (60%).
Chancen	Der Fokus auf Verbrauchs- und Emissionsreduzierung bietet enorme Chancen. (Kernthemen des Umbruchs der Automobilbranche).
Risiken	Preisdruck der Autozulieferer durch Großkunden in der Automobilbranche.

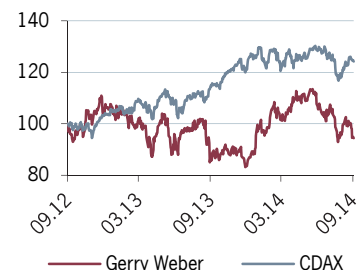
Gerry Weber International AG

DE0003304101

Unternehmensprofil

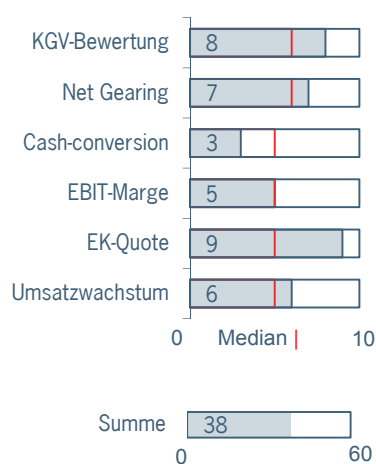
Gerry Weber International AG ist ein erfolgreiches, deutsches Modeunternehmen. Kern des Geschäfts ist qualitativ hochwertige Damenoberbekleidung. Neben den 990 eigenen Stores und den Online-Shops, werden Gerry Weber Produkte in 62 weiteren Ländern in über 2.800 Shop-Flächen angeboten. Künftiges Wachstum wird vor allem über die Eröffnung neuer Shops generiert und regional wird in Richtung Osteuropa, Benelux und Skandinavien expandiert. 1989 erfolgte der Börsengang der Gesellschaft, die seit 2011 im MDAX gelistet ist. 2012/2013 konnte Gerry Weber mit über 4.700 Mitarbeitern einen Umsatz von 852 Mio. Euro erzielen, bei einer EBIT-Marge von 12,4 %.

Kursentwicklung vs. CDAX



Quelle: Datastream (100=10. Sep. 2012)

Scoring Ergebnisse*



*ermittelt aus den 79 ausgesuchten Unternehmen

Kennzahlen

(€ Mio.)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	802,3	852,0	899,3	970,0	1.037,0
EBITDA	131,6	126,7	146,1	165,6	185,4
EBIT	115,3	105,1	120,2	139,0	158,9
EBT	113,7	102,8	115,5	134,6	154,9
Nettoergebnis	78,8	71,0	81,1	93,5	107,0
Gewinn je Aktie (€)	1,72	1,55	1,77	2,05	2,33
Dividende je Aktie (€)	0,75	0,75	0,80	0,95	1,10
EV / Umsatz	2,0	1,6	1,6	1,5	1,4
EV / EBITDA	13,6	11,8	9,9	8,8	7,8
EV / EBIT	15,9	14,5	12,1	10,4	9,1
KGV	20,4	19,7	18,5	16,0	14,0
KBV	4,4	3,5	3,4	3,0	2,7
Dividendenrendite (%)	2,1%	2,5%	2,5%	2,9%	3,4%
Free Cash Flow Rendite (%)	1,2%	3,9%	2,6%	2,6%	6,6%
Netto-Gearing	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2

Quelle: FactSet

Investment Case

Gerry Weber ist in den vergangenen Jahren stark gewachsen. Der Wert der Aktie hat sich verzehnfacht, die EPS sich verfünffacht und der Umsatz hat um fast 150 % zugelegt. Im vergangenen Geschäftsjahr 2012/2013 kam es, auch wetterbedingt, zu einem verminderten Umsatzwachstum (6,2 %). Zukünftig dürfte es Gerry Weber schwer fallen die alte Dynamik zu erreichen. Dennoch kann davon ausgegangen werden, dass das Unternehmen auf einem moderaten Niveau wächst, was sich auch in den EPS und Dividenden widerspiegeln sollte. In 3Q14 verfehlte Gerry Weber mit einem EBIT von 16 Mio. Euro die Analystenschätzungen von 19 Mio. Euro. Der Umsatz mit 187,2 Mio. Euro lag unter den Erwartungen der Analysten von 196 Mio. Euro. Die Jahresprognose wurde vom Unternehmen weiterhin bestätigt.

SWOT Analyse

Stärken	Kernmarke Gerry Weber hat einen hohen Bekanntheitsgrad; von der Entwicklung bis hin zu den eigenen Läden wird nahezu die gesamte Wertschöpfungskette kontrolliert
Schwächen	Konzept mit eigenen Stores ist kapitalintensiv
Chancen	Durch den demographischen Wandel erhöht sich der Anteil der Zielgruppe, den sogenannten "Best Agers".
Risiken	Neue Kollektionen könnten weniger erfolgreich sein

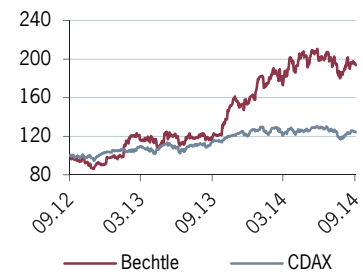
Bechtle AG

DE0005158703

Unternehmensprofil

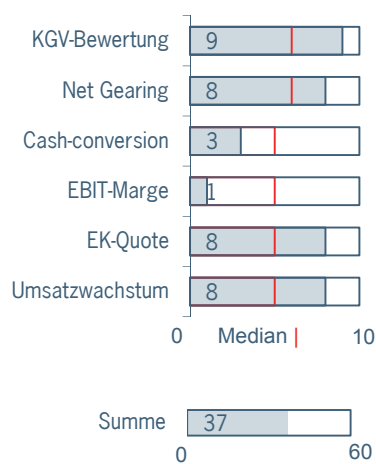
Die Bechtle AG ist ein IT-Konzern, der 1983 in Neckarsulm gegründet wurde. Die Gesellschaft fungiert dabei als Holding, die administrative und Verwaltungsaufgaben übernimmt. Zum Kerngeschäft gehört der Handel von Hard- und Software, sowie die Beratung und Implementierung von IT-Infrastruktur. Bechtle expandierte in den vergangenen Jahren stark über Akquisitionen; zwischen 1990 und 2012 wurden 35 Unternehmen erworben. Im Rahmen dieser Expansionsaktivitäten folgte im Jahre 2000 der Börsengang der mittlerweile im TecDax gelisteten Unternehmensgruppe. Mit über 6.200 Mitarbeitern erzielte Bechtle zuletzt einem Umsatz von 2,27 Mrd. Euro. Im letzten Quartal 2Q14 konnte Bechtle seine Wachstumsstrategie weiter verfolgen und den Umsatz um 16,4 % ausbauen.

Kursentwicklung vs. CDAX



Quelle: Datastream (100=10. Sep. 2012)

Scoring Ergebnisse*



*ermittelt aus den 79 ausgesuchten Unternehmen

Kennzahlen

(€ Mio.)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	2.096,8	2.273,5	2.500,0	2.675,0	2.809,0
EBITDA	104,3	115,1	130,0	144,0	156,8
EBIT	82,5	92,6	107,7	119,8	135,0
EBT	79,3	89,3	105,5	117,8	132,5
Nettoergebnis	56,6	63,4	75,8	84,4	95,3
Gewinn je Aktie (€)	2,69	3,02	3,62	4,06	4,54
Dividende je Aktie (€)	1,00	1,10	1,20	1,30	1,40
EV / Umsatz	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5
EV / EBITDA	6,6	9,7	9,7	8,8	8,1
EV / EBIT	8,7	12,5	11,7	10,6	9,4
KBV	11,4	16,4	16,7	14,9	13,3
KBV	1,4	2,1	2,3	2,1	1,9
Dividendenrendite (%)	3,3%	2,2%	2,0%	2,1%	2,3%
Free Cash Flow Rendite (%)	2,0%	3,9%	5,3%	5,6%	6,1%
Netto-Gearing	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3

Quelle: FactSet

Investment Case

Die Bechtle AG ist den letzten Jahren stark gewachsen und konnte den Umsatz seit 2004 mehr als verdoppeln. Der Wert der Aktie hat sich im selben Zeitraum nahezu vervierfacht. Der wachsende Konkurrenzdruck in der Softwarebranche ist Bechtle jedoch deutlich anzumerken. Die EBIT-Marge pendelt seit Jahren nur um etwas über 3 %. Dieser Trend dürfte sich in den kommenden Jahren minimal aufhellen. Analysten erwarten neben einem moderaten Umsatzanstieg nur leicht steigende EBIT-Margen.

SWOT Analyse

Stärken	hoher Bekanntheitsgrad und langlebige Partnerschaften im Mittelstand.
Schwächen	Kosten im IT-Bereich, insbesondere für das Fachpersonal, steigen stark an und drücken auf die Margen (2013: +3,45 %).
Chancen	Bechtle will den Wachstumspfad weiter verfolgen und in Schwächephasen der Konkurrenz Akquisitionen tätigen
Risiken	IT-Markt weist einen steigenden Wettbewerbsdruck, gepaart mit einem Druck auf die Ergebnismargen, auf

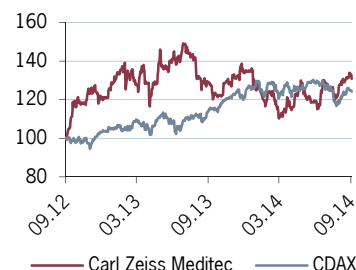
Carl Zeiss Meditec AG

DE0005313704

Unternehmensprofil

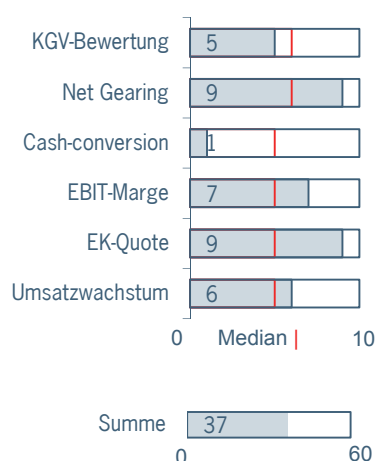
Die Carl Zeiss Meditec AG bündelt als Konzernobergesellschaft die Medizintechnik-Aktivitäten der Carl Zeiss-Gruppe, die aus den Bereichen Augenheilkunde und Mikrochirurgie bestehen. Das Unternehmen entstand 2002 aus einem Zusammenschluss von Carl Zeiss und der Asclepiion-Meditec AG und ist derzeit im TecDAX gelistet. Neben dem Hauptstandort in Jena ist die Gruppe noch in Europa, Japan und den USA mit Betriebsstätten präsent und treibt durch über 40 weitere Vertretungen ihre weltweite Expansion voran. Im Geschäftsjahr 2012/2013 konnte Carl Zeiss Meditec mit 2.500 Mitarbeitern einen Umsatz von 906,4 Mio. Euro erzielen, bei einer EBIT-Marge von 16,6%. Die Eigenkapitalquote konnte dabei auf 74,9% erhöht werden.

Kursentwicklung vs. CDAX



Quelle: Datastream (100=10. Sep. 2012)

Scoring Ergebnisse*



*ermittelt aus den 79 ausgesuchten Unternehmen

Kennzahlen

(€ Mio.)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	861,9	906,4	935,8	986,8	1.054,1
EBITDA	137,0	168,7	152,5	171,2	185,6
EBIT	119,1	150,9	130,9	146,7	163,0
EBT	116,2	147,6	124,8	149,3	166,0
Nettoergebnis	71,9	93,5	84,1	96,7	104,0
Gewinn je Aktie (€)	0,88	1,15	1,05	1,19	1,28
Dividende je Aktie (€)	0,40	0,45	0,45	0,50	0,60
EV / Umsatz	1,8	2,0	2,1	2,0	1,8
EV / EBITDA	11,0	12,0	12,7	11,3	10,5
EV / EBIT	12,6	13,6	14,8	13,2	11,9
KBV	22,6	19,2	22,4	19,8	18,4
KBV	2,5	2,6	2,6	2,4	2,2
Dividendenrendite (%)	2,0%	2,0%	1,9%	2,1%	2,6%
Free Cash Flow Rendite (%)	4,0%	2,3%	2,9%	4,4%	4,5%
Netto-Gearing	-0,3	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5

Quelle: FactSet

Investment Case

Carl Zeiss Meditec zeichnet sich vor allem durch beständiges, nachhaltiges Wachstum aus. Die relativ konjunkturunabhängige Medizintechnikindustrie weist nahezu keinerlei Jahre mit einem Nachfragerückgang auf. Neben dem nachhaltigen Umsatzwachstum konnten parallel dazu die Margen gesteigert werden. Die EBIT-Marge lag Ende 2013 bei 14,8%. Der Analystenkonsens ist derzeit positiv. 55% haben aktuell eine positive Einschätzung zur Aktien. Das durchschnittliche Kursziel liegt aktuell bei 25,3 Euro.

SWOT Analyse

Stärken	starkes Finanzprofil: EK-Quote bei 71,2%; hohe F&E-Quote: 10,7 (10,8)%.
Schwächen	Klinikketten bilden zusammen Beschaffungsgemeinschaften, um Einkaufspreise zu senken.
Chancen	Durch demographischen Wandel muss ein höherer Anteil der Bevölkerung Augenheilkunde in Anspruch nehmen
Risiken	Medizintechnik ist ein sehr wettbewerbsintensiver und dynamischer Markt, der konsequent Anpassungen fordert.

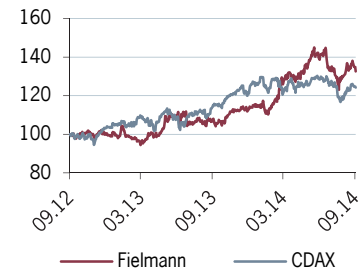
Fielmann AG

DE0005772206

Unternehmensprofil

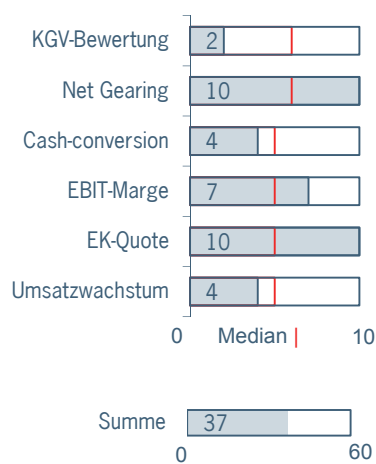
Die 1972 gegründete Fielmann AG ist der führende Augenoptiker in Deutschland. In den über 670 Niederlassungen in Deutschland verkauft Fielmann jährlich mehr als 7,3 Millionen Brillen. Dies entspricht einem Absatzmarktanteil von 51 % im Jahr 2013. Neben Brillen, Sonnenbrillen und Kontaktlinsen bietet das Unternehmen auch verstärkt Hörgeräte an. Fielmann deckt dabei die komplette Wertschöpfungskette vom Design bis hin zum Verkauf ab. Neben Deutschland ist die Fielmann AG noch in 5 weiteren Ländern präsent und treibt die Expansion sowohl im Inland als auch im Ausland weiter voran. Im vergangenen Geschäftsjahr hat Fielmann bei einer Eigenkapitalquote von 74,34 % einen Umsatz in Höhe von 1,16 Mrd. Euro erzielt. Die EBIT-Marge lag bei 17,2%.

Kursentwicklung vs. CDAX



Quelle: Datastream (100=10. Sep. 2012)

Scoring Ergebnisse*



*ermittelt aus den 79 ausgesuchten Unternehmen

Kennzahlen

(€ Mio.)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	1.107,1	1.157,1	1.234,2	1.301,6	1.370,0
EBITDA	215,9	234,4	258,7	276,9	292,7
EBIT	181,1	199,5	221,8	239,0	254,0
EBT	180,6	199,1	220,8	238,0	252,8
Nettoergebnis	126,4	138,0	153,6	165,6	177,5
Gewinn je Aktie (€)	1,51	1,65	1,83	1,97	2,10
Dividende je Aktie (€)	1,35	1,45	1,60	1,75	1,85
EV / Umsatz	2,5	2,8	3,1	2,9	2,8
EV / EBITDA	13,7	14,6	14,7	13,7	13,0
EV / EBIT	16,5	17,2	17,1	15,9	14,9
KBV	24,3	25,8	26,7	24,8	23,3
KBV	5,4	6,0	6,6	6,2	5,9
Dividendenrendite (%)	3,7%	3,4%	3,3%	3,6%	3,8%
Free Cash Flow Rendite (%)	3,1%	3,5%	3,6%	3,9%	4,2%
Netto-Gearing	-0,4	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5

Quelle: FactSet

Investment Case

Fielmann hat sich im vergangenen Jahr überdurchschnittlich zum Markt (MDAX) entwickelt. Durch die Marktführerschaft im deutschsprachigen Raum hat sich eine solide Kundenbasis entwickelt, die weiteres Wachstum ermöglicht. Dies spiegelt sich auch in den Margen wieder, die kontinuierlich gewachsen sind. Durch den demographischen Wandel dürften sich weitere Chancen ergeben, insbesondere bei Gleitsichtbrillen und Hörgeräten. Der Konsens der Analysten geht von einem weiteren Wachstum der Umsätze auf Niveau der Vorjahre aus, die Margen dürften simultan dazu steigen. Die Analysten gehen jedoch davon aus, dass das weitere Wachstum weitestgehend im Wert der Aktie eingepreist ist.

SWOT Analyse

Stärken	Marktführer mit einem Absatzmarktanteil von 51% (2013) in Deutschland
Schwächen	Suche nach passendem Personal gestaltet sich schwierig
Chancen	Durch den demographischen Wandel nimmt die Nachfrage nach Gleitsichtbrillen und Hörgeräten zu
Risiken	Konkurrenz durch schnell wachsenden Online-Handel für Brillen.

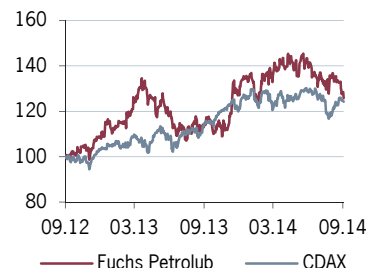
Fuchs Petrolub SE Pref

DE0005790430

Unternehmensprofil

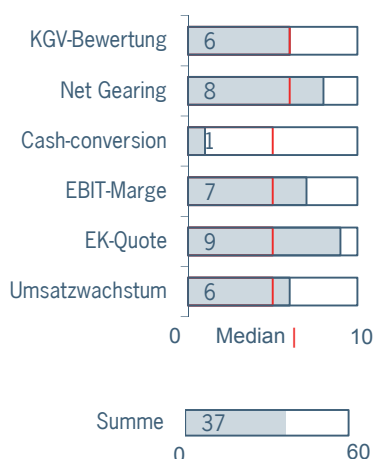
Fuchs Petrolub SE ist die weltweite Nr. 9 im Markt von Schmierstoffen. Neben Standardprodukten bietet Fuchs Petrolub insbesondere individuell entwickelte Spezialschmierstoffe an. Zu den Anwendungsgebieten zählen unter anderem PKWs, Personenverkehr, Stahlindustrie, Bergbau, sowie der Maschinenbau. Seit dem Börsengang 1985 wurde die Expansion und Internationalisierung weiter voran getrieben. Auch die Umwandlung in eine europäische Aktiengesellschaft (SE) trägt dem Rechnung. Mit rund 3.900 Mitarbeitern weltweit erzielte Fuchs Petrolub 2013 einen Umsatz von 1,8 Mrd. Euro, bei einer EBIT-Marge von 16 %. Die Eigenkapitalquote wurde in den vergangenen Jahren sukzessive weiter erhöht und lag Ende 2013 bei 73,4%.

Kursentwicklung vs. CDAX



Quelle: Datastream (100=10. Sep. 2012)

Scoring Ergebnisse*



* ermittelt aus den 79 ausgesuchten Unternehmen

Kennzahlen

(€ Mio.)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	1.819,1	1.831,6	1.868,6	1.955,8	2.041,1
EBITDA	306,6	327,2	341,0	361,6	378,0
EBIT	279,7	299,5	312,2	330,0	346,9
EBT	277,2	297,2	309,2	328,0	344,9
Nettoergebnis	206,6	218,1	219,0	233,5	244,1
Gewinn je Aktie (€)	1,46	1,54	1,57	1,68	1,75
Dividende je Aktie (€)	0,65	0,35	0,75	0,80	0,85
EV / Umsatz	2,1	2,7	2,3	2,2	2,1
EV / EBITDA	13,0	15,1	12,5	11,8	11,3
EV / EBIT	14,3	16,6	13,7	12,9	12,3
KBV	19,3	23,1	19,5	18,2	17,5
KBV	5,1	5,9	4,8	4,2	3,7
Dividendenrendite (%)	2,3%	1,0%	2,5%	2,6%	2,8%
Free Cash Flow Rendite (%)	3,4%	4,2%	4,0%	4,7%	5,1%
Netto-Gearing	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3

Quelle: FactSet

Investment Case

Fuchs Petrolub hatte in den letzten Jahren ein sehr dynamisches Wachstum. Seit 2008 hat sich der Wert der Aktie nahezu versechsfacht. Im selben Zeitraum konnte der Umsatz um rund 30% gesteigert werden, die EPS haben sich verdoppelt, die EBIT Marge nahm von 11,8% auf 16% zu. 2013 hat sich die Nachfrage nach Schmierstoffen etwas eingetrübt. Die Mehrheit der Analysten geht in den kommenden Jahren von einem langsameren Wachstum aus, die Margen sollen auf einem ähnlichen Niveau bleiben.

SWOT Analyse

Stärken	Breites Produktsortiment sorgt für weiteres Wachstum; solides Finanzprofil.
Schwächen	Auslandsgeschäft z.T. noch sehr klein.
Chancen	Wachstumspotenzial besteht vor allem in Asien und Afrika; sukzessiver Ausbau der Aktivitäten.
Risiken	Schwankende Rohstoffpreise können Kosten- und Margendruck auslösen.

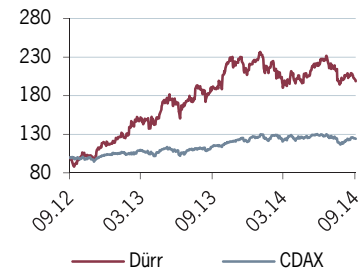
Dürr AG

DE0005565204

Unternehmensprofil

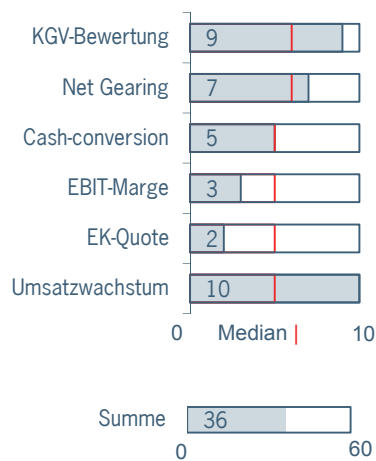
Die Dürr AG ist ein weltweit führender Hersteller von Produkten und Systemen vorwiegend für die Automobilindustrie. Das 1871 gegründete Unternehmen fertigt neben Lackierereien und Montagewerken im Geschäftsbereich Clean Technology Systems Produkte für das Energiemanagement und die Luftreinigung. Durch die Übernahme des Weltmarktführers Homag AG hat Dürr seine Expansion weiter vorangetrieben und einen neuen Geschäftsbereich Holzbearbeitungsmaschinen erschlossen. Damit konnte Dürr seine Abhängigkeit von der Automobilbranche stark verringern. 2013 erzielte die im MDAX gelistete Dürr AG einen Umsatz von 2,4 Mrd. Euro und konnte somit den Umsatz in vier Jahren mehr als verdoppeln.

Kursentwicklung vs. CDAX



Quelle: Datastream (100=10. Sep. 2012)

Scoring Ergebnisse*



* ermittelt aus den 79 ausgesuchten Unternehmen

Kennzahlen

(€ Mio.)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	2.399,8	2.406,9	2.449,7	2.605,0	2.710,1
EBITDA	199,7	228,0	246,0	264,8	276,5
EBIT	170,6	200,6	216,0	234,0	244,2
EBT	147,3	184,0	193,0	218,1	228,8
Nettoergebnis	107,2	140,1	140,0	157,6	164,9
Gewinn je Aktie (€)	3,10	4,05	4,04	4,55	4,77
Dividende je Aktie (€)	1,13	1,45	1,50	1,66	1,69
EV / Umsatz	0,5	0,8	0,9	0,8	0,8
EV / EBITDA	5,5	8,8	8,8	8,2	7,8
EV / EBIT	6,4	10,0	10,0	9,2	8,8
KBV	10,9	16,0	14,1	12,5	12,0
KBV	2,8	4,4	3,3	2,8	2,4
Dividendenrendite (%)	3,3%	2,2%	2,6%	2,9%	3,0%
Free Cash Flow Rendite (%)	3,3%	13,7%	2,9%	7,0%	9,0%
Netto-Gearing	0,0	-0,4	-0,1	-0,2	-0,3

Quelle: FactSet

Investment Case

Nachdem Dürr im Zuge der Finanzkrise 2008 fast 75 % seines Marktwertes verloren hatte, konnte die Aktie dies innerhalb von 3 Jahren wieder aufholen und steht mittlerweile beim 15-fachen des Tiefstwertes. Im selben Zeitraum konnte der Umsatz sich mehr als verdoppeln, die EBIT-Marge sich auf ein neues Rekordniveau bei 8,34 % entwickeln. Die EPS konnten von -0,44 (2009) auf 4,11 (2013) verbessert werden. Im Zuge der weiteren Wachstumspläne wurde Mitte des Jahres die Homag AG übernommen, die die Geschäftsbereiche weiter diversifiziert und weiteres Wachstum und Synergieeffekte generieren könnte.

SWOT Analyse

Stärken	Sehr starke Managementleistung ermöglichte Besserung der Finanzkennzahlen auf Rekordniveaus (Cash-Flow, Margen)
Schwächen	hohes Abhängigkeitsrisiko von Kunden (auf 10 größte Kunden entfallen 56% der Umsatzlöse).
Chancen	Managementexpertise erhöht die Wahrscheinlichkeit einer guten Integration und Performancebesserung der Neuakquisition Homag
Risiken	Akquisition Homag bereitet Risiko: Integraton, Klumpenrisiko; Abhängigkeit von dem Kundensegment (Automotive-OEMs)

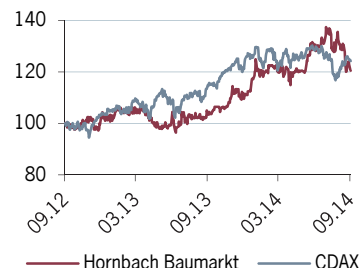
HORNBACH-Baumarkt-AG

DE0006084403

Unternehmensprofil

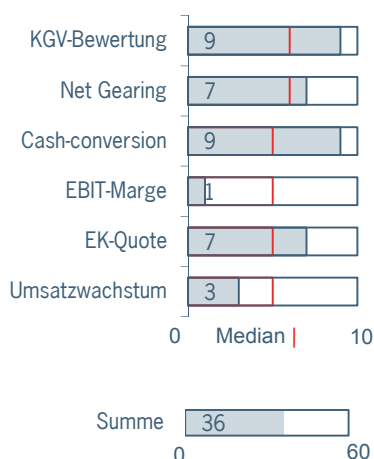
Die Hornbach Baumarkt AG gehört in Deutschland zu den Pionieren der Do-it-yourself-Branche. In der zweiten Hälfte der 80er Jahre hat Hornbach das Konzept der großflächigen Bau-, Garten- und Heimwerkermärkte entwickelt und ausgerollt. 1996 wurde mit dem Markteintritt in Österreich die Internationalisierung des Unternehmens vorangetrieben. Aktuell betreibt der Konzern über 140 Märkte und hat zuletzt rund 3,2 Mrd. Umsatz erzielt. Zur Finanzierung des Wachstums hat das Unternehmen 2013 eine siebenjährige Unternehmensanleihe mit einem Volumen von 250 Mio. Euro begeben.

Kursentwicklung vs. CDAX



Quelle: Datastream (100=10. Sep. 2012)

Scoring Ergebnisse*



* ermittelt aus den 79 ausgesuchten Unternehmen

Kennzahlen

(€ Mio.)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	3.020,0	3.152,0	3.533,0	3.763,0	4.055,4
EBITDA	153,8	157,5	184,0	199,0	213,0
EBIT	97,3	101,7	124,0	139,0	152,0
EBT	74,4	87,3	108,0	124,5	138,5
Nettoergebnis	52,3	56,4	75,2	86,2	95,8
Gewinn je Aktie (€)	1,64	1,77	2,36	2,71	3,01
Dividende je Aktie (€)	0,50	0,60	0,69	0,79	0,80
EV / Umsatz	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
EV / EBITDA	6,6	6,3	4,7	4,3	4,0
EV / EBIT	11,5	9,9	6,9	6,2	5,6
KBV	15,9	17,2	12,7	11,1	10,0
KBV	1,0	1,1	1,0	0,9	0,8
Dividendenrendite (%)	1,9%	2,0%	2,3%	2,6%	2,7%
Free Cash Flow Rendite (%)	8,1%	2,6%	2,7%	2,0%	k.A.
Netto-Gearing	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1

Quelle: FactSet

Investment Case

Hornbach ist als Familienunternehmen sehr auf die langfristige Unternehmensentwicklung bedacht. Seit einigen Jahren wird das erfolgreiche DIY-Konzept im Inland auf europäische Auslandsmärkte übertragen. Hier besteht aus heutiger Sicht weiteres Wachstumspotenzial. Im Dezember 2010 hat Hornbach sein Internetgeschäft gestartet, um die Potenziale der sog. "Multi-Channel"-Verkaufsmöglichkeiten zu verzahnen und zu nutzen. Dabei setzt das Unternehmen auf hohe Preistransparenz. Durch die Übernahme einiger Praktiker/M.Bahr Märkte wird vorübergehend die Zahl der Standorte im Inland etwas stärker zunehmen, bevor der Fokus wieder intensiver auf die Auslandsmärkte gerichtet wird.

SWOT Analyse

Stärken	In Deutschland Marktführer bei Megastores; hohe Kundenzufriedenheit.
Schwächen	Einige Auslandsaktivitäten haben noch Potenzial zur Verbesserung der Ertragskraft.
Chancen	Transformation des Inlandsgeschäfts auf das europ. Ausland.
Risiken	Geschäft auch abhängig von den Witterungsbedingungen.

Merck KGaA

DE0006599905

Unternehmensprofil

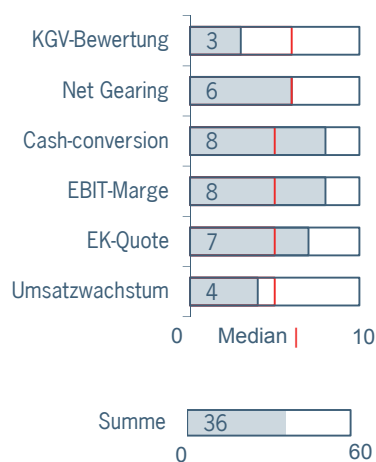
Die Merck KGaA ist ein deutsches Pharma- und Chemieunternehmen. Die Anfänge von Merck gehen bis in das Jahr 1668 zurück, wodurch Merck das älteste pharmazeutisch-chemische Unternehmen der Welt ist. Im Geschäftsbereich Flüssigkristalle ist Merck mit einem Marktanteil von 60 % Weltmarktführer. Seit 1995 wird, die mittlerweile im DAX gelistete, Merck an der Börse gehandelt. Im Zuge der Internationalisierung hat Merck seine Präsenz weltweit ausgebaut und ist neben dem Hauptstandort in Darmstadt in 20 weiteren Ländern präsent. Mit den fast 40.000 Mitarbeitern erzielte die Unternehmensgruppe im vergangenen Geschäftsjahr 2013 einen Umsatz von 11,1 Mrd. Euro, bei einer EBIT-Marge von 14,1%. Die Eigenkapitalquote lag 2013 bei 52%.

Kursentwicklung vs. CDAX



Quelle: Datastream (100=10. Sep. 2012)

Scoring Ergebnisse*



*ermittelt aus den 79 ausgesuchten Unternehmen

Kennzahlen

(€ Mio.)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	11.172,9	11.095,1	11.218,0	11.500,0	11.636,6
EBITDA	2.250,2	2.803,1	3.353,8	3.415,5	3.535,5
EBIT	930,9	1.565,2	1.893,1	2.078,0	2.149,3
EBT	709,0	1.388,6	1.707,4	1.908,4	2.016,3
Nettoergebnis	566,7	1.202,2	2.009,0	2.114,0	2.199,0
Gewinn je Aktie (€)	1,31	2,77	4,65	4,86	5,00
Dividende je Aktie (€)	0,85	0,95	1,00	1,07	1,13
EV / Umsatz	2,1	2,6	2,8	2,8	2,7
EV / EBITDA	7,5	8,6	9,5	9,3	9,0
EV / EBIT	12,9	13,7	16,8	15,3	14,8
KBV	38,2	23,6	14,5	13,8	13,4
KBV	2,1	2,6	2,5	2,3	2,1
Dividendenrendite (%)	1,7%	1,5%	1,5%	1,6%	1,7%
Free Cash Flow Rendite (%)	6,8%	5,8%	6,2%	7,2%	7,5%
Netto-Gearing	0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,2

Quelle: FactSet

Investment Case

Die Merck KGaA weist in den letzten zehn Jahren ein sehr dynamisches Wachstum auf und konnte den Umsatz seit 2004 verdoppeln. Parallel dazu soll, durch das fortdauernde Transformationsprogramm, die EBIT-Marge auf beachtliche 16,8 % gesteigert werden. Im vergangenen Geschäftsjahr musste Merck leichte Umsatzeinbußen hinnehmen, die sich vor allem auf negative Währungseffekte begründen. Die Mehrheit der Analysten geht von einem weiterem Wachstum aus, dass jedoch nicht das Niveau der Vorjahre erreichen soll. Die Margen dürften durch das Transformationsprogramm weiter steigen.

SWOT Analyse

Stärken	Transformations- und Wachstumsprogramm "Fit für 2018" führt zu erkennbar höherer Profitabilität
Schwächen	Lizenz- und Provisionserlöse gehen stark zurück durch Mangel an neuen Medikamenten
Chancen	In Emerging Markets hohe Wachstumspotenziale durch aufkommende Mittelschicht, in der Merck schon lokal präsent ist
Risiken	Wechselkurseffekte belasten immer wieder das Ergebnis (2Q14: Erlöse um - 4,5% gemindert)

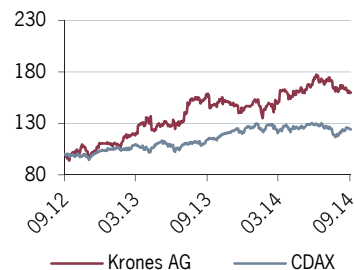
Krones AG

DE0006335003

Unternehmensprofil

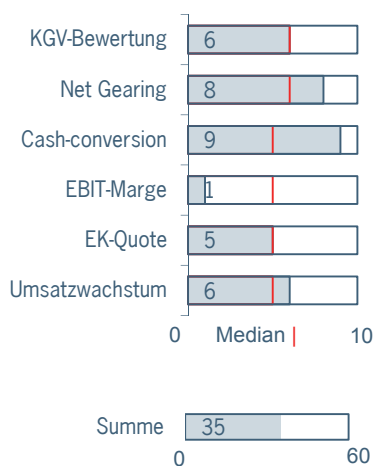
Die Krones AG ist ein deutscher Hersteller von Maschinen und Anlagen für die Abfüllung und Verpackung von Getränken und flüssigen Nahrungsmitteln. 1981 folgte der Börsengang des 1951 gegründeten Unternehmens, das derzeit im MDAX gelistet ist. Neben den 5 Produktionsstandorten in Deutschland ist Krones in weiteren 80 Vertriebsniederlassungen weltweit präsent und ist nach eigenen Angaben Weltmarktführer. Krones erzielte im vergangenen Geschäftsjahr mit rund 12.000 Mitarbeitern einen Umsatz in Höhe von 2,8 Mrd. Euro. Die EBIT-Marge konnte dabei auf 6,3 % gesteigert werden.

Kursentwicklung vs. CDAX



Quelle: Datastream (100=10. Sep. 2012)

Scoring Ergebnisse*



Kennzahlen

(€ Mio.)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	2.664,2	2.815,7	2.940,0	3.095,0	3.250,8
EBITDA	175,3	258,6	271,1	300,0	325,5
EBIT	101,4	177,8	186,7	209,3	230,0
EBT	97,9	172,8	184,5	206,8	228,0
Nettoergebnis	67,0	119,4	132,9	149,8	164,0
Gewinn je Aktie (€)	2,22	3,84	4,22	4,76	5,19
Dividende je Aktie (€)	0,75	1,00	1,25	1,42	1,61
EV / Umsatz	0,5	0,6	0,7	0,7	0,6
EV / EBITDA	9,9	7,7	7,4	6,7	6,2
EV / EBIT	22,6	12,0	10,8	9,6	8,8
KGV	21,2	16,3	16,1	14,3	13,1
KBV	1,7	2,1	2,1	1,9	1,7
Dividendenrendite (%)	1,6%	1,6%	1,8%	2,1%	2,4%
Free Cash Flow Rendite (%)	1,4%	3,1%	4,2%	5,0%	6,1%
Netto-Gearing	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3

Quelle: FactSet

*ermittelt aus den 79 ausgesuchten Unternehmen

Investment Case

Der Markt im Maschinenbau für Getränkeabfüllanlagen ist derzeit von einer guten Auftragslage gekennzeichnet, nichtsdestotrotz ist die Situation auf der Anbieterseite weiter wettbewerbsintensiv. Dies hat in den vergangenen Jahren sehr auf die Margen gedrückt (EBIT-Marge 2011: 1,2 %). Dieser Trend dürfte sich in den kommenden Jahren aufhellen, vor allem durch die Marktführerschaft von Krones. Analysten rechnen mit EBIT-Margen um rund 6 %. Krones hat sich in den vergangenen 12 Monaten im Vergleich zum Leitindex DAX eher unterdurchschnittlich entwickelt. Hierbei könnte Nachholbedarf entstehen. Die Mehrheit der Analysten sieht die zukünftige Entwicklung von Krones positiv.

SWOT Analyse

Stärken	Marktführer in Technologie und Service, Kostenführer
Schwächen	Hohe Nachfragerkonzentration auf Seiten der Abfüller.
Chancen	Chancen ergeben sich durch das große Wachstum in den Schwellenländern und vor allem in Afrika.
Risiken	Sehr wettbewerbsintensiver Markt, Konkurrenten nehmen Aufträge teilweise unter Kosten an.

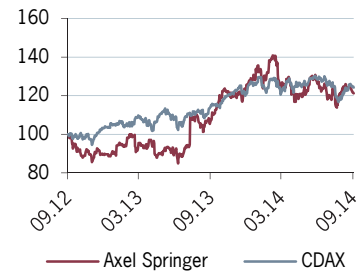
Axel Springer SE

DE0005501357

Unternehmensprofil

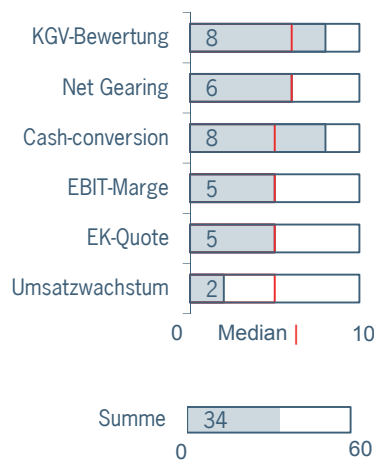
Die Axel Springer SE ist ein bekannter, deutscher Medienkonzern, der vor allem in den Segmenten Digitale Medien, Zeitungen und Zeitschriften tätig ist. Mit einem Portfolio von 23 Titeln ist Axel Springer eines der größten Verlagshäuser in Europa und hat bei Kaufzeitungen in Deutschland einen Marktanteil von 75,6 % (2012). Durch den Umbruch ins digitale Zeitalter erzielt Axel Springer mittlerweile mehr als die Hälfte des Umsatzes durch Online-Medien. 1985 folgte der Börsengang des mittlerweile im MDAX gelisteten Unternehmens. Im Jahr 2013 hat die Unternehmensgruppe mit rund 13.000 Mitarbeitern einen Umsatz in Höhe von 2,8 Mrd. Euro erzielt, bei einer EBIT-Marge von 10,4 %.

Kursentwicklung vs. CDAX



Quelle: Datastream (100=10. Sep. 2012)

Scoring Ergebnisse*



* ermittelt aus den 79 ausgesuchten Unternehmen

Kennzahlen

(€ Mio.)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	3.310,3	2.801,4	2.987,0	3.088,5	3.186,6
EBITDA	575,8	442,9	532,0	583,0	612,0
EBIT	426,1	292,4	410,3	445,2	471,6
EBT	399,0	264,9	389,3	427,7	455,1
Nettoergebnis	238,1	132,0	217,1	215,2	233,9
Gewinn je Aktie (€)	2,41	1,99	2,22	2,45	2,60
Dividende je Aktie (€)	1,70	1,80	1,87	1,93	2,00
EV / Umsatz	1,2	2,0	1,7	1,6	1,6
EV / EBITDA	7,3	18,2	9,3	8,5	8,1
EV / EBIT	10,0	36,5	12,1	11,1	10,5
KBV	13,4	23,5	19,9	18,1	17,0
KBV	1,7	2,5	1,8	1,8	1,7
Dividendenrendite (%)	5,3%	3,9%	4,2%	4,4%	4,5%
Free Cash Flow Rendite (%)	9,3%	7,4%	11,8%	7,6%	8,1%
Netto-Gearing	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0

Quelle: FactSet

Investment Case

Axel Springer musste im vergangenen Geschäftsjahr einen Umsatzrückgang in Höhe von 15,3 % hinnehmen. Dies folgte vor allem aus der Restrukturierung und dem Umbau hin zu einem digitalen Verlag. Neben dem Umsatzrückgang haben sich auch die Margen stark eingeschwächt, das EBIT reduzierte sich um 31%. Auch zukünftig dürfte der Umbau nur langsam vorangehen und stark auf die Margen drücken. Die Mehrheit der Analysten zeigt sich verhalten und erwartet nur minimales Wachstum.

SWOT Analyse

Stärken	Viele Produkte mit Abstand Marktführer der jeweiligen Zielgruppen (BAMS, BILD, bild.de).
Schwächen	Werbeerlöse der Printmedien gehen kontinuierlich zurück; Tendenz zu TV- und Internetwerbung.
Chancen	Frühzeitiger Umbruch hin zu den digitalen Medien verschafft einen Wettbewerbsvorsprung.
Risiken	BILD und deren Markenfamilie haben hohen Anteil am Umsatz; riskant bei Imageproblemen.

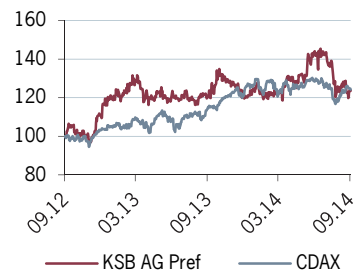
KSB AG Pref

DE0006292030

Unternehmensprofil

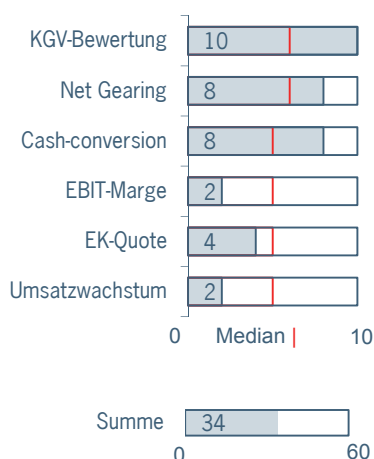
Die KSB AG ist ein weltweit tätiger Anbieter von Pumpen und Armaturen, sowie dazugehörigen Systemen für die Gebäudetechnik, den Wassertransport und der Energieumwandlung. Seit der Unternehmensgründung 1871 wird die Expansion weiter verfolgt, die erste Auslandsniederlassung entstand schon 1896. Derzeit ist die Unternehmensgruppe durch Produktionswerke und Vertriebsniederlassungen in über 100 Ländern vertreten. Mit rund 16.000 Mitarbeitern erzielt die Gesellschaft 2013 einen Umsatz in Höhe von 2,24 Mrd. Euro, bei einer EBIT-Marge von 4,8%.

Kursentwicklung vs. CDAX



Quelle: Datastream (100=10. Sep. 2012)

Scoring Ergebnisse*



* ermittelt aus den 79 ausgesuchten Unternehmen

Kennzahlen

(€ Mio.)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	2.268,2	2.247,3	2.195,3	2.296,0	2.427,4
EBITDA	199,2	185,9	145,5	193,2	226,8
EBIT	140,9	125,9	86,2	131,5	162,1
EBT	132,8	116,0	63,6	108,8	139,8
Nettoergebnis	74,7	65,7	38,4	63,8	83,7
Gewinn je Aktie (€)	42,64	37,51	21,95	36,43	47,78
Dividende je Aktie (€)	12,00	12,00	9,01	12,14	15,23
EV / Umsatz	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV / EBITDA	4,1	4,1	5,3	4,0	3,4
EV / EBIT	6,1	6,4	8,9	5,8	4,7
KBV	9,7	11,7	20,6	12,4	9,5
KBV	0,9	1,0	1,1	1,0	0,9
Dividendenrendite (%)	2,9%	2,7%	2,0%	2,7%	3,4%
Free Cash Flow Rendite (%)	0,0%	4,9%	4,6%	4,3%	7,8%
Netto-Gearing	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2

Quelle: FactSet

Investment Case

KSB hat sich im vergangenen Jahr nur sehr verhalten entwickelt. Dieser Trend bestätigte sich im ersten Halbjahr 2014. Neben der Energiewende in Deutschland, die einen Rückzug vom Atomstrom vorsieht, wird das Geschäft auch durch die zunehmende Konkurrenz aus China belastet. Dem Aktienkurs der KSB war dieser Effekt durchaus anzusehen. Im Vergleich zum Leitindex Dax fand eine unterdurchschnittliche Entwicklung statt. Nach dem Konsens der Analysten könnte die weltweite Nachfrage wieder etwas belebt werden, was KSB weiteren Auftrieb geben sollte. Ein schnelleres Wachstum ist durchaus möglich.

SWOT Analyse

Stärken	Einer der führenden Hersteller mit 7 % Marktanteil.
Schwächen	Energiewende drückt auf Geschäfte mit Kraftwerksbetreibern
Chancen	Wachstumsimpulse vor allem aus dem mittleren Osten, Großaufträge aus Katar und Saudi-Arabien.
Risiken	Chinesische und Koreanische Konkurrenten drängen zunehmend auf Stammmärkte.

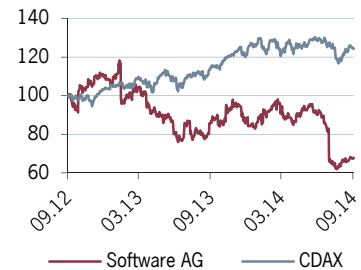
Software AG

DE0003304002

Unternehmensprofil

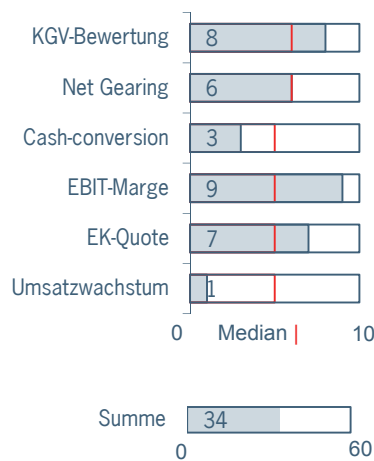
Die Software AG ist ein internationaler IT-Konzern mit Sitz in Darmstadt. Zum Kernbereich des Geschäfts gehört die Entwicklung von Prozess- und Integrationssoftware für Unternehmen, um die IT-Infrastruktur möglichst effizient zu gestalten. Am Umsatz gemessen war die Software AG der siebtgrößte IT-Konzern in Europa, sowie der drittgrößte in Deutschland. 1999 folgte der Börsengang der Gesellschaft, die mittlerweile im TecDax gelistet ist. Durch Akquisitionen konnte die Software AG ihre Wachstumspläne vorantreiben und Zugang zu neuen Technologien erhalten. 2013 erzielte die Unternehmensgruppe einen Umsatz in Höhe von 972,7 Mio. Euro, bei einer EBIT-Marge von 21%.

Kursentwicklung vs. CDAX



Quelle: Datastream (100=10. Sep. 2012)

Scoring Ergebnisse*



* ermittelt aus den 79 ausgesuchten Unternehmen

Kennzahlen

(€ Mio.)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	1.047,3	972,7	868,5	866,1	898,0
EBITDA	295,6	259,2	231,4	237,5	251,6
EBIT	244,1	205,9	221,2	207,9	215,6
EBT	231,5	190,0	213,2	201,2	211,2
Nettoergebnis	164,5	133,8	117,4	123,9	134,4
Gewinn je Aktie (€)	1,90	1,60	1,81	1,80	1,94
Dividende je Aktie (€)	0,46	0,46	0,46	0,46	0,50
EV / Umsatz	2,6	2,3	2,0	2,0	1,9
EV / EBITDA	9,3	9,0	7,4	7,3	6,8
EV / EBIT	11,3	11,4	7,8	8,3	8,0
KBV	16,9	15,9	11,1	11,2	10,4
KBV	2,6	2,1	1,6	1,5	1,4
Dividendenrendite (%)	1,4%	1,8%	2,3%	2,3%	2,5%
Free Cash Flow Rendite (%)	9,8%	9,1%	8,6%	8,8%	8,9%
Netto-Gearing	0,0	0,1	0,1	0,0	-0,1

Quelle: FactSet

Investment Case

Die Software AG hat zum 2Q14 über 20 % nachgegeben, nachdem eine Gewinnwarnung veröffentlicht wurde. Die Ziele für das neue Kernthema BPE konnten bei weitem nicht erreicht werden. Langfristige Wachstumsziele will die Software AG nun neu überprüfen. Mittlerweile konnte die Aktie die Verluste etwas aufholen und sich stabilisieren. Analysten sehen die zukünftige Entwicklung eher skeptisch und gehen von einem Rückgang der Erträge aus.

SWOT Analyse

Stärken	Gefestigte Marktposition in Deutschland.
Schwächen	Umsatz und Margen schwächen sich in allen Geschäftsbereichen stark ab.
Chancen	Durch strategische Akquisitionen sollen neue Technologien und Wachstumsmärkte erschlossen werden.
Risiken	Sehr innovationslastiger und dynamischer Markt; Fehlentwicklungen möglich.

Literatur:

- von Weizsäcker, Robert K., Krempel, Katja, Familienunternehmen: Auf lange Sicht erfolgreich?, Technische Universität München (TUM), Juni 2006, dort weitere Quellenangaben
- Stiftung Familienunternehmen (Hrsg.), Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland, bearbeitet vom Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) der Technischen Universität München (TUM), Oktober 2009
- Stiftung Familienunternehmen (Hrsg.), Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen, bearbeitet vom Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH und dem Institut für Mittelstandsforschung ifm Mannheim, Stuttgart, November 2009
- Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI), Deutsche Bank AG, Die größten Familienunternehmen in Deutschland, Daten, Fakten, Potenziale, Studie durchgeführt vom Institut für Mittelstandsforschung Bonn, November 2013
- DIE FAMILIENUNTERNEHMER – ASU e.V., DIE JUNGEN UNTERNEHMER – BJU, Umfrage Q1 2014, Februar 2014
- Own the future, 50 Ways to win, Boston Consulting Group, 2013, Wiley Verlag
- Simon, Hermann, Hidden Champions des 21. Jahrhunderts, Die Erfolgsstrategien unbekannter Weltmarktführer, Campus Verlag, Frankfurt/New York, 2007
- Wieselhuber, Norbert, Lohner, Andreas M., Thum, Gustl F., Erfolgsfaktoren von Familienunternehmen, München, 2006
- Langenscheidt, Florian, Venohr (Hrsg.), Lexikon der Weltmarktführer, Verlag Deutsche Standards Editionen GmbH, Dezember 2010
- Deutsche Bundesbank, Zur Krisenanfälligkeit von Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes in Deutschland – Ergebnisse einer Risikoanalyse mit Jahresabschlussdaten, Monatsbericht März 2014, Seite 55 - 68
- Schumpeter, J.A. Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie, München, Lehnen, 1950
- OECD, Oslo Manual, Guidelines for collecting and interpreting innovation data, 3rd Edition, 2005, note 146, page 46
- PricewaterhouseCoopers AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (Hrsg.), Die Zukunft von Familienunternehmen – der Kern der Wirtschaft, November 2012, Seite 28



**Bockenheimer Landstraße 10
60323 Frankfurt am Main
Germany**

Dieses Dokument wurde von der BHF-BANK Aktiengesellschaft („BHF-BANK“) ausschließlich zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung erstellt. Die BHF-BANK weist darauf hin, dass sich dieses Dokument ausschließlich an institutionelle Kunden und andere Finanzmarktteilnehmer in Europa richtet, und nicht an private Investoren. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Aussagen und Einschätzungen basieren ausschließlich auf öffentlich zugänglichen Informationen und wurden mit größtmöglicher Sorgfalt recherchiert bzw. getroffen. Sämtliche Aussagen und Einschätzungen geben die persönlichen Ansichten der verantwortlichen Analysten der BHF-BANK wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der im Dokument enthaltenen Informationen, Aussagen oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen. Die BHF-BANK und mit ihr verbundene Unternehmen sowie ihre Vertreter oder Mitarbeiter übernehmen keine Haftung für die Nutzung dieses Dokuments. Diese Veröffentlichung stellt weder eine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung noch eine Aufforderung zum Erwerb oder zur Veräußerung der hierin genannten Finanzinstrumente dar. Alle Rechte vorbehalten.

Angaben gemäß § 34b Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) und der Finanzanalyseverordnung (FinAnV)

Die Bewertungen, die den Anlageempfehlungen für Finanzinstrumente (z.B. Aktien) zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weitverbreitete Methoden der fundamentalen Analyse. Alle den Finanzanalysen und Annahmen zugrunde liegenden Informationen basieren auf öffentlich zugänglichen Quellen und Daten. Der zuständige Finanzanalyst hat bei der Erstellung der Analyse möglicherweise mit dem Emittenten des betreffenden Finanzinstruments gesprochen oder an Roadshows des Emittenten teilgenommen.

Die Analysten der BHF-BANK erhalten für die Erstellung der Finanzanalysen weder direkt noch indirekt Zahlungen der Emittenten der analysierten Finanzinstrumente oder Dritter. Die Vergütung der Analysten ist nicht von spezifischen Empfehlungen oder Ansichten abhängig.

Die BHF-BANK und mit ihr verbundene Unternehmen können Bank- und Vermögensverwaltungsdienstleistungen für in dieser Veröffentlichung genannte Emittenten von Finanzinstrumenten erbringen oder diese Dienstleistungen anbieten. Daher hat die BHF-BANK wirksame organisatorische und verwaltungstechnische Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenkonflikte zu verhindern, zu vermeiden und gegebenenfalls offenzulegen.

Die von der BHF-BANK hergeleiteten Bewertungen, Einschätzungen und Kursziele für die analysierten Emittenten werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der ihnen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern. Unsere Empfehlungen und die damit verbundenen Kursziele sind auf einen Zeitraum von 12 Monaten ausgerichtet, ansonsten wird in der Finanzanalyse ein anderer Zeitraum genannt. Die in der Finanzanalyse zugrunde gelegten Kurse sind Börsenschlusskurse vom Vortag des oben genannten Datums der Veröffentlichung, es sei denn, es wird ein anderes Datum angegeben. Die BHF-BANK aktualisiert die Analyse entsprechend der Aktienmarktentwicklung und/oder anlässlich Bilanzpressekonferenzen, Zwischenberichten, Ad-hoc-Meldungen oder vergleichbarer Ereignisse und Mitteilungen in Bezug auf die Emittenten der jeweiligen Finanzinstrumente.

Unternehmen	ISIN	Kurs	Disclosure
HORNBACH-Baumarkt-AG	DE0006084403	€30.60 (12/09/2014)	4

Die BHF-BANK ist gemäß § 34b WpHG in Verbindung mit der FinAnV verpflichtet, auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Finden sich die nachstehenden Kennzeichnungen [1-7] neben dem Namen eines Unternehmens, das Gegenstand dieser Publikation ist, so bedeuten diese folgendes:

- [1] Die BHF-BANK AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen waren innerhalb der vergangenen 12 Monate an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand der Finanzanalyse sind
- [2] Die BHF-BANK AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen betreuen das analysierte Finanzinstrument oder dessen Emittent an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- und Verkaufsaufträgen im Rahmen eines Designated Sponsor Mandates.
- [3] Der Analyst oder Personen die bei der Erstellung bei dieser Finanzanalyse mitgewirkt haben (oder Mitglieder deren Haushalts) halten Wertpapiere dieser Gesellschaft oder Derivate Produkte von dieser.
- [4] Die BHF-BANK AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen haben innerhalb der vergangenen 12 Monate mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrument Gegenstand der Finanzanalyse ist, eine Vereinbarung über Investmentbanking - Dienstleistungen getroffen oder auf Grund einer solchen Vereinbarung Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten.
- [5] Die BHF-BANK AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen erhalten oder erwarten Vergütungsleistungen für Investmentbanking - Dienstleistungen in den nächsten drei Monaten.
- [6] Die BHF-BANK AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen halten an der Gesellschaft, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Beteiligung von mehr als fünf Prozent des Grundkapitals
- [7] Bitte beachten Sie den (gesonderten) Disclosure-Text

Darüber hinaus kann die BHF-BANK in Finanzinstrumenten handeln, die Gegenstand dieser Veröffentlichung sind. Weitere Informationen betreffend §§ 4 und 5 FinAnV finden Sie auf unserer Website unter: <http://www.bhf-bank.com/interessenkonflikte..>

Die BHF-BANK untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn.

Zusätzliche Informationen sind auf Anfrage erhältlich.