

Zwischen innerem Wert und Marktpreis

Eine integrierte Analyse fundamentaler und markt-basierter Aktienbewertung am Beispiel der Porsche AG

Roland Rupprechter¹

Abstract

Dieses Papier untersucht die Frage, was hinter einem Aktienkurs steckt, aus zwei komplementären Perspektiven: der Unternehmenssicht der fundamentalen Bewertungsverfahren und der Marktsicht der relativen Bewertung und Preisbildung. Auf der Unternehmensseite werden die Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF), der Economic Value Added (EVA), der Economic Profit (EP), die Residualgewinnmethode (Discounted Earning Stream, DES) sowie das Dividendendiskontierungsmodell (DDM) systematisch dargestellt und anhand einer durchgehenden Fallstudie — der Porsche AG (P911), deren Kurs seit dem Börsengang 2022 rund 40 Prozent verloren hat — mit realen Daten vollständig durchgerechnet. Auf der Marktseite werden die Preisbildung an der Börse, das Marktmodell (Beta 1,10 und R^2 von 0,34 gegenüber dem DAX), die gängigen Bewertungsmultiplikatoren (KGV, KBV, KUV, EV/EBITDA, Dividendenrendite) sowie die verhaltensökonomischen Ursachen systematischer Abweichungen des Kurses vom fundamentalen Wert analysiert.

Ein besonderes Augenmerk gilt der Frage, wann eine Aktie unterbewertet ist — und wann eine scheinbare Unterbewertung eine Value-Falle ist: Notiert eine ganze Branche unter Buchwert, wie derzeit die deutsche Automobilindustrie (KBV Volkswagen 0,21, BMW 0,38, Mercedes-Benz 0,45), signalisiert dies keine Kaufgelegenheit, sondern in der Regel eine Strukturkrise: Der Markt preist die Erwartung ein, dass die Eigenkapitalrenditen der Branche dauerhaft hinter den Eigenkapitalkosten zurückbleiben — und hält, falls der Wandel der Geschäftsmodelle misslingt, sogar das Ausscheiden einzelner Anbieter für möglich. Die Bewertungsrange der Porsche AG reicht je nach Methode und Vergleichsgruppe

¹R&B Wealth Management, Research; Member Austrian Association for Financial Analysis and Asset Management

von rund 18 Euro (Volumenhersteller-Multiplikatoren) bis über 60 Euro (Luxusgüter-Multiplikatoren) bei einem Kurs von 45 Euro; das DCF-Modell liefert 46,80 Euro je Aktie. Für Anleger folgt: mindestens drei Methoden kombinieren, die Peer-Group-Wahl explizit begründen, die im Kurs eingepreisten Erwartungen rekonstruieren und nur mit Sicherheitsmarge investieren.

Schlüsselwörter: Aktienkurs · Unternehmensbewertung · DCF · Economic Value Added · Economic Profit · Residualgewinn · Multiplikatoren · KGV · KBV · Beta · R^2 · Markteffizienz · Behavioral Finance · Porsche · Automobilindustrie · Margin of Safety

JEL-Klassifikation: G12, G14, G32, G41, M41

Nicht-technische Zusammenfassung

Der Erwerb einer Aktie erfolgt zu einem Preis — die Frage ist, welcher Gegenwert dem entspricht. Der Börsenkurs eines Unternehmens ist weder sein Buchwert noch sein "wahrer" Wert, sondern das Ergebnis eines fortlaufenden Verhandlungsprozesses zwischen Käufern und Verkäufern, in den Fakten, Erwartungen und Emotionen gleichermaßen einfließen. Dieses Papier erklärt, was hinter einem Aktienkurs steckt — systematisch und anhand eines realen, vollständig durchgerechneten Beispiels: der Porsche AG, deren Aktie seit dem Börsengang im September 2022 rund 40 Prozent verloren hat, während Toyota und chinesische Hersteller wie Geely im selben Zeitraum um 50 bis 70 Prozent zulegen.

Die erste Hälfte der Arbeit nimmt die Unternehmenssicht ein: Was ist ein Unternehmen fundamental wert? Die Discounted-Cash-Flow-Methode zinst alle künftigen freien Zahlungsströme auf heute ab. Der Economic Value Added und der Economic Profit messen, ob ein Unternehmen mehr verdient als seine Kapitalkosten — nur dann schafft es Wert. Die Residualgewinnmethode geht vom Buchwert des Eigenkapitals aus und rechnet nur Übergewinne werterhöhend an; das Dividendendiskontierungsmodell bewertet den Strom künftiger Ausschüttungen.

Die zweite Hälfte nimmt die Marktsicht ein: Wie kommt der Preis an der Börse zustande? Das Beta misst, wie stark eine Aktie mit dem Markt schwankt (Porsche: 1,10 gegenüber dem DAX), das R^2 zeigt, dass nur rund ein Drittel der Porsche-Kursschwankungen marktbedingt ist — zwei Drittel sind titelspezifisch. Multiplikatoren wie KGV, KBV oder EV/EBITDA bewerten relativ zu vergleichbaren Firmen; bei Porsche entscheidet die Wahl der Vergleichsgruppe — Luxusgüterhersteller oder Volumenhersteller — über Werturteile, die um den Faktor drei auseinanderliegen. Und die Verhaltensökonomie erklärt, warum Kurse systematisch über- und untertreiben.

Ein zentraler Anschauungsfall ist die deutsche Automobilindustrie: Volkswagen notiert zum 0,2-fachen, BMW zum 0,4-fachen und Mercedes-Benz zum 0,45-fachen Buchwert. Ein Kurs-Buchwert-Verhältnis unter eins gilt klassisch als Kaufsignal; beim Erwerb unter Buchwert liegt der Kaufpreis unter dem bilanziellen Nettovermögen. Betrifft die Unterbewertung jedoch eine ganze Branche, kehrt sich die Botschaft um: Der Markt preist dann keine Einzelfallschwäche ein, sondern eine Strukturkrise. Die Krise lässt sich auf mehrere strukturelle Kernprobleme wie (1) Einbruch im China-Geschäft, (2) Margenverfall und sinkende Gewinne, (3) Kostenstruktur am Standort Deutschland, (4) historische Sparprogramme und (5) verspätete Software- und E-Strategien zurückführen. Gelingt der Turnaround über neue Geschäftsmodelle nicht, ist auch das Ausscheiden einzelner traditionsreicher Anbieter möglich. Ein branchenweites KBV unter eins ist daher kein hinreichendes Unterbewertungssignal, sondern eine Frage der Überlebensfähigkeit der Geschäftsmodelle, die der Anleger fundamental beantworten muss.

Für Anleger ergeben sich fünf Kernbotschaften: Erstens ist der Buchwert kein Maßstab für den wirtschaftlichen Wert — immaterielle Vermögenswerte wie die Marke Porsche erklären, warum manche Unternehmen weit über, andere weit unter Buchwert notieren. Zweitens ist der freie Cashflow verlässlicher als der ausgewiesene Gewinn. Drittens erweist sich die Relation von Kapitalrendite und Kapitalkosten als zentrales Kriterium der Aktienanalyse: Ob ein Unternehmen dauerhaft mehr verdient, als sein Kapital kostet, entscheidet über Wertschaffung oder Wertvernichtung. Im Fall Porsche verfehlte die Kapitalrendite im Geschäftsjahr 2025 nach Sondereffekten die Kapitalkosten deutlich; auf normalisierter Ertragsbasis übertrifft sie sie hingegen klar. Viertens sollte kein Bewertungsmodell isoliert verwendet werden. Fünftens schützt eine Sicherheitsmarge von 25–33 Prozent vor den unvermeidlichen Fehlern jeder Prognose. Gemeint ist: Gekauft wird erst, wenn der Kurs um ein Viertel bis ein Drittel unter dem geschätzten inneren Wert liegt.

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	7
2	Die Preisbildung an der Börse: Vom Orderbuch zur Markteffizienz.....	8
2.1	Angebot, Nachfrage und das Orderbuch	8
2.2	Die Hypothese effizienter Märkte	9
2.3	Beta und R^2 : Marktrisiko und titelspezifisches Risiko	9
2.4	Konsequenz für die Bewertung.....	10
3	Buchwert, innerer Wert und Marktwert: Das begriffliche Fundament	11
3.1	Drei Wertbegriffe	11
3.2	Die Leitfrage: ROIC versus WACC	11
3.3	Der Aktienkurs als Erwartungsgröße	12
4	Kapitalkosten und die Fallstudie Porsche AG.....	12
4.1	Die Fallstudie: Porsche AG (P911)	12
4.2	Eigenkapitalkosten: Das CAPM.....	14
4.3	Gesamtkapitalkosten: Der WACC	14
5	Die Discounted-Cash-Flow-Methode.....	15
5.1	Konzept und Bewertungsgleichung	15
5.2	DCF-Bewertung der Porsche AG.....	15
5.3	Kritische Würdigung.....	16
6	Übergewinnverfahren I: Economic Value Added und Economic Profit	17
6.1	Economic Value Added (EVA)	17
6.2	Economic Profit (EP).....	18
7	Übergewinnverfahren II: Residualgewinn, Dividendendiskontierung und Substanz.....	19
7.1	Discounted Earning Stream (DES) / Residualgewinnmethode	19
7.2	Dividend Discount Model (DDM)	19
7.3	Substanz und der immaterielle Wert der Marke	20
8	Die Marktsicht I: Equity-Multiplikatoren und die Frage der Unterbewertung.....	20
8.1	Die Logik der relativen Bewertung.....	20
8.2	Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)	21
8.3	Kurs-Buchwert-Verhältnis, Kurs-Umsatz-Verhältnis und PEG	21
8.4	Dividendenrendite	21
8.5	Wann ist eine Aktie unterbewertet? Günstige Bewertung in der Praxis.....	22
8.6	Branchenweite Unterbewertung als Krisensignal: die deutsche Automobilindustrie	23
8.7	Regelbasierte Kennzahlenkombination: der O'Shaughnessy-Ansatz.....	29
9	Die Marktsicht II: Enterprise-Value-Multiplikatoren und das Peer-Group-Problem ...	30
9.1	Warum Enterprise-Value-Multiplikatoren?	30

9.2	Das Peer-Group-Problem der Porsche AG.....	30
9.3	Regeln guter Peer-Group-Bildung.....	31
10	Die Marktsicht III: Markteffizienz, Verhaltensökonomie und Marktstimmung.....	32
10.1	Überschussvolatilität und die Grenzen der Arbitrage.....	32
10.2	Systematische Verhaltensmuster	32
10.3	Der Aktienkurs als Summe aus Wert und Stimmung	32
11	Fallstudie Porsche AG: Alle Methoden im Vergleich.....	33
11.1	Die Bewertungsrange.....	33
11.2	Was der Kurs von 45,20 Euro enthält.....	34
11.3	Margin of Safety	34
12	Grenzen, Risiken und praktische Checkliste	34
12.1	Grenzen der Bewertungsverfahren.....	34
12.2	Risiken aus Anlegersicht.....	35
12.3	Praktische Analyse-Checkliste.....	35
13	Fazit.....	36
	Literaturverzeichnis	39
	Haftungsausschluss	43

1 Einleitung

Kaum eine Zahl wird an den Finanzmärkten so aufmerksam verfolgt und zugleich so wenig verstanden wie der Aktienkurs. Er blinkt im Sekundentakt über Bildschirme, entscheidet über Vermögen und Stimmungen — und doch können viele Anleger die Frage nicht beantworten, was dieser Preis eigentlich repräsentiert. In Betracht kommen der Wert des Unternehmens, sein Buchwert, die Summe seiner künftigen Gewinne oder schlicht der zuletzt gezahlte Preis. Die Antwort lautet: von allem etwas — und genau dieses Zusammenspiel systematisch zu entwirren, ist das Ziel dieses Papiers.

Die Frage ist praktisch bedeutsam. Der Buchwert des Eigenkapitals erklärt bei modernen Unternehmen oft weniger als ein Fünftel des Marktwerts; immaterielle Vermögenswerte, Wachstumserwartungen und Qualitätsprämien machen den Rest aus. Zugleich schwanken Aktienkurse erheblich stärker, als es fundamentale Nachrichten rechtfertigen würden — ein Befund, den Shiller (1981) prominent dokumentiert hat. Eine fundierte Anlageentscheidung setzt daher beides voraus: ein Instrumentarium, um den fundamentalen Wert eines Unternehmens zu schätzen, und ein Verständnis dafür, wie und warum der Marktpreis von diesem Wert abweichen kann.

Diese Arbeit verfolgt entsprechend zwei inhaltliche Stränge. Der erste Strang nimmt die Unternehmenssicht ein und stellt die gängigen Verfahren der fundamentalen Unternehmensbewertung vollständig dar: die Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF), den Economic Value Added (EVA), den Economic Profit (EP), die Residualgewinnmethode (Discounted Earning Stream, DES) sowie das Dividendendiskontierungsmodell (DDM) und den Substanzwert. Der zweite Strang nimmt die Marktsicht ein: Wie bildet sich der Preis an der Börse, was leisten Bewertungsmultiplikatoren wie KGV, KBV oder EV/EBITDA, wie effizient verarbeitet der Markt Informationen — und welche verhaltensökonomischen Kräfte treiben Kurse systematisch vom Wert weg? Alle Methoden werden anhand einer durchgehenden, mit realen Daten vollständig durchgerechneten Fallstudie illustriert: der Porsche AG (Börsenkürzel P911), deren Vorzugsaktie seit dem Börsengang im September 2022 rund 40 Prozent verloren hat — während Toyota und börsennotierte chinesische Hersteller wie Geely oder BYD im selben Zeitraum deutlich zulegt. Die Fallstudie steht damit zugleich exemplarisch für die Strukturkrise der deutschen Automobilindustrie, deren Volumenhersteller derzeit geschlossen unter Buchwert notieren.

Drei Leitfragen strukturieren die Analyse. Erstens: Welchen fundamentalen Wert hat ein Unternehmen aus Sicht seiner Zahlungsströme, Übergewinne und Substanz — und wie stark hängen die Ergebnisse von den Annahmen ab? Zweitens: Wie bewertet der Markt dasselbe Unternehmen über Multiplikatoren, und was verraten Abweichungen zwischen relativer und fundamentaler Bewertung? Drittens: Welche Rolle spielen Markteffizienz, Erwartungen und Anlegerverhalten dafür, dass Preis und Wert kurzfristig auseinanderfallen, langfristig aber zueinander finden?

Der Beitrag des Papiers ist somit zweifach: eine geschlossene, methodisch konsistente Darstellung aller wesentlichen Bewertungsverfahren mit vollständigen Rechenbeispielen auf Basis eines einzigen Zahlengerüsts — und die Integration dieser Unternehmenssicht mit der Marktsicht der Preisbildung, sodass sichtbar wird, was ein Aktienkurs enthält: Substanz, erwartete Zahlungsströme, erwartete Übergewinne, relative Marktbewertung und eine Stimmungskomponente.

Die Arbeit ist wie folgt aufgebaut. Kapitel 1 dient als Einleitung und umreißt die Forschungsfrage. Kapitel 2 beschreibt die Preisbildung an der Börse und die Hypothese effizienter Märkte. Kapitel 3 entwickelt das begriffliche Fundament der Unterscheidung von Buchwert, innerem Wert und Marktwert. Kapitel 4 leitet die Kapitalkosten her — das CAPM für die Eigenkapitalkosten und den WACC als gewichteten Gesamtkapitalkostensatz — und stellt die Fallstudie Porsche AG samt Kursverlauf seit dem Börsengang vor. Kapitel 5 behandelt die Discounted-Cash-Flow-Methode, Kapitel 6 die Übergewinnverfahren EVA und Economic Profit, Kapitel 7 die Residualgewinnmethode sowie Dividendendiskontierung und Substanzwert. Die Kapitel 8 und 9 wechseln zur Marktsicht und analysieren die Equity-Multiplikatoren (KGV, KBV, KUV, PEG, Dividendenrendite) — einschließlich der Frage, wann eine Aktie unterbewertet ist und wann ein branchenweites KBV unter eins eine Strukturkrise signalisiert, illustriert an der deutschen Automobilindustrie — beziehungsweise die Enterprise-Value-Multiplikatoren ($EV/EBITDA$, $EV/EBIT$, EV/FCF) samt Peer-Group-Methodik. Kapitel 10 untersucht Markteffizienz, Verhaltensökonomie und Marktstimmung als Erklärung für Abweichungen zwischen Preis und Wert. Kapitel 11 führt beide Stränge in der Fallstudie Porsche AG zusammen und vergleicht alle Bewertungsergebnisse. Kapitel 12 behandelt Grenzen, Risiken und eine praktische Analyse-Checkliste, und Kapitel 13 schließt mit Kapitelzusammenfassungen und Handlungsempfehlungen für Anleger.

2 Die Preisbildung an der Börse: Vom Orderbuch zur Markteffizienz

2.1 Angebot, Nachfrage und das Orderbuch

Ein Aktienkurs entsteht nicht durch Berechnung, sondern durch Handel. Im elektronischen Orderbuch einer Börse treffen Kauf- und Verkaufsaufträge aufeinander; der Kurs ist der Preis, zu dem zuletzt Angebot und Nachfrage zueinander gefunden haben. Kurstreibend ist damit nicht die Information selbst, sondern die Handelsentscheidung, die Anleger aus ihr ableiten. Steigt die Zahlungsbereitschaft der Käufer — etwa nach unerwartet guten Quartalszahlen —, klettert der Kurs nach oben, bis sich wieder genügend Verkäufer finden. Der Kurs ist somit stets ein Grenzpreis: Er spiegelt die Einschätzung des marginalen

Käufers und Verkäufers wider, nicht den Durchschnitt aller Meinungen und schon gar nicht eine objektive Wahrheit.

Aus dieser Mechanik folgen zwei für die Bewertung zentrale Eigenschaften. Erstens ist der Kurs liquiditätsabhängig: In engen Märkten können schon kleine Orders große Kursbewegungen auslösen, ohne dass sich am Unternehmen irgendetwas geändert hätte. Zweitens ist der Kurs erwartungsgetrieben: Gehandelt wird nicht die Gegenwart, sondern die von den Marktteilnehmern erwartete Zukunft — künftige Gewinne, Dividenden und Risiken. Der Aktienkurs ist damit im Kern ein aggregierter Erwartungswert, dessen Qualität von der Qualität der Erwartungen abhängt.

2.2 Die Hypothese effizienter Märkte

Die theoretische Referenz für die Informationsverarbeitung an Börsen ist die Hypothese effizienter Märkte (Efficient Market Hypothesis, EMH) von Fama (1970). Sie besagt in ihrer halbstrengen Form, dass Kurse alle öffentlich verfügbaren Informationen unverzüglich und unverzerrt widerspiegeln. Wäre dies vollständig der Fall, könnte kein Anleger durch Fundamentalanalyse systematisch Überrenditen erzielen — der Kurs wäre stets die beste Schätzung des Werts. Dass Kurse neue Gewinninformationen tatsächlich rasch verarbeiten, dokumentierten empirisch erstmals Ball und Brown (1968); eine moderne Verteidigung der Effizienzhypothese gibt Malkiel (2003). Grossman und Stiglitz (1980) haben allerdings gezeigt, dass vollkommen effiziente Märkte ein Paradoxon wären: Wenn Kurse alle Informationen enthalten, lohnt sich Informationsbeschaffung nicht mehr; dann aber gelangt keine Information mehr in die Kurse. Reale Märkte sind daher "effizient genug", um einfache Strategien wertlos zu machen, aber ineffizient genug, um sorgfältige Analyse zu entlohnen.

Die empirische Evidenz zeichnet ein differenziertes Bild. Einerseits schlagen die wenigsten aktiven Fonds ihre Benchmark dauerhaft, was für ein hohes Maß an Markteffizienz spricht. Andererseits sind systematische Anomalien dokumentiert: Value-Aktien mit niedrigem KGV oder KBV erzielten historisch Überrenditen (Basu, 1977; Fama und French, 1992), Kurse überreagieren auf Nachrichtenserien (De Bondt und Thaler, 1985), und die Volatilität der Kurse übersteigt die Volatilität der Fundamentaldaten deutlich (Shiller, 1981). Für den Anleger bedeutet das: Der Marktpreis ist ein ernstzunehmender, aber kein unfehlbarer Schiedsrichter.

2.3 Beta und R^2 : Marktrisiko und titelspezifisches Risiko

Bevor ein Anleger fragt, ob eine Aktie günstig ist, sollte er wissen, welche Art von Risiko er mit ihr kauft. Die Marktsicht liefert dafür zwei Kennzahlen aus einer einfachen Regression der Aktienrenditen auf die Renditen eines Marktindex — für deutsche Aktien

typischerweise den DAX, für österreichische den ATX (Marktmodell nach Sharpe, 1964), formal in Gleichung (1):

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \cdot r_{M,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Das Beta misst die Sensitivität der Aktie gegenüber dem Markt: Ein Beta von 1,3 bedeutet, dass die Aktie bei einem DAX-Anstieg von 1 Prozent im Durchschnitt um 1,3 Prozent steigt — und bei Rückgängen entsprechend stärker fällt. Zyklische Titel (Automobil, Chemie, Banken) weisen typischerweise Betas über eins auf, defensive Titel (Versorger, Telekommunikation, Basiskonsum) Betas unter eins. Für die Porsche AG ergibt die Regression der monatlichen Renditen auf den DAX seit dem Börsengang (44 Monatsbeobachtungen, Oktober 2002 bis Juni 2026) ein Beta von 1,10 — trotz Luxusgüterprofil ein klar zyklischer Wert, der die Konjunktur- und China-Abhängigkeit des Geschäfts spiegelt. Das Beta ist zugleich der Risikoparameter des CAPM (Kapitel 4): Je höher das Beta, desto höher die geforderte Rendite — und desto niedriger, *ceteris paribus*, der faire Bewertungsmultiplikator.

Das Bestimmtheitsmaß R^2 derselben Regression beantwortet eine andere Frage: Welcher Anteil der Kursschwankungen der Aktie wird überhaupt durch den Markt erklärt? Für Porsche beträgt das R^2 dieser Regression 0,34: Nur rund ein Drittel der Kursschwankungen ist marktbedingt (systematisch) — zwei Drittel sind titelspezifisches (idiosynkratisches) Risiko: Gewinnrevisionen, Modellpolitik, China-Absatz, Zölle, Führungswechsel. Für den Anleger folgen daraus drei praktische Einsichten. Erstens: Titelspezifisches Risiko ist diversifizierbar; ein Bestand aus wenigen Einzelaktien trägt Risiken, für die der Markt keine Prämie zahlt (Markowitz, 1952). Zweitens: Bei Aktien mit niedrigem R^2 sagt das Beta wenig über das Gesamtrisiko aus; eine Aktie kann ein moderates Beta und dennoch eine Volatilität weit über dem DAX aufweisen — bei Porsche stammt der Großteil des Risikos gerade nicht aus dem Markt. Drittens: Ein hohes titelspezifisches Risiko ist die Kehrseite der Chance des Stock-Pickings — genau dort, wo der Markt wenig erklärt, kann fundamentale Analyse ihren Vorsprung ausspielen.² Zu beachten bleibt, dass Beta und R^2 historische, über das Analysefenster instabile Schätzgrößen sind und stets mit fundamentalem Urteil kombiniert werden sollten.

2.4 Konsequenz für die Bewertung

Aus der Preisbildungsmechanik ergibt sich das Programm dieser Arbeit: Die Analyse eines Aktienkurses erfordert dessen Zerlegung in die einzelnen Bestandteile — in den fundamentalen Wert der Zahlungsströme und Übergewinne (Unternehmenssicht, Kapitel 4

² Stock-Picking ist die gezielte Auswahl einzelner Aktien, bei der Anleger auf fundamentale Kennzahlen, starke Geschäftsmodelle und eine überdurchschnittliche Wertentwicklung im Vergleich zum Gesamtmarkt setzen.

bis 7), in die relative Bewertung gegenüber vergleichbaren Unternehmen (Marktsicht, Kapitel 8 und 9) und in die Erwartungs- und Stimmungskomponente, die beides überlagert (Kapitel 10). Erst die Synthese dieser Komponenten erlaubt ein fundiertes Anlageurteil (Kapitel 11).

3 Buchwert, innerer Wert und Marktwert: Das begriffliche Fundament

3.1 Drei Wertbegriffe

Die Analyse beginnt mit einer sauberen Trennung dreier Begriffe, die im Sprachgebrauch häufig vermengt werden. Der Buchwert des Eigenkapitals ist die bilanzielle Residualgröße aus Vermögen und Schulden — ein vergangenheitsorientierter Buchhaltungswert, der von Rechnungslegungsnormen (HGB/UGB, IFRS, US-GAAP), Vorsichtsprinzipien und Ermessensspielräumen geprägt ist. Der innere Wert (Intrinsic Value) ist der ökonomische Wert des Unternehmens aus Sicht eines rationalen Investors: der Barwert aller künftigen Zahlungsströme an die Kapitalgeber (Graham und Dodd, 1934) — als Barwertkalkül formalisiert bereits bei Williams (1938). Der Marktwert schließlich ist der an der Börse beobachtbare Preis — Marktkapitalisierung gleich Kurs mal Aktienzahl.

Zwischen diesen drei Größen bestehen systematische Lücken. Die Lücke zwischen Buchwert und Marktwert — quantifiziert durch das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV), konzeptionell verwandt mit Tobins q , dem Verhältnis von Marktwert zu Wiederbeschaffungskosten (Tobin, 1969) — erklärt sich vor allem durch nicht bilanzierte immaterielle Vermögenswerte (Marken, Kundenbeziehungen, Humankapital, Netzwerkeffekte), durch Wachstumserwartungen und durch den Franchise-Wert eines dauerhaften Renditevorsprungs der Kapitalrendite über die Kapitalkosten. Bei wissensintensiven Unternehmen entfallen heute häufig mehr als 80 Prozent des Marktwerts auf solche immateriellen Werte; Lev und Gu (2016) sehen darin einen fundamentalen Bedeutungsverlust der klassischen Bilanz für die Bewertung. Ein KBV deutlich über eins ist daher nicht per se Übertreibung, sondern kann fundamental gerechtfertigt sein; ein KBV unter eins signalisiert entweder eine Value-Gelegenheit oder strukturelle Wertvernichtung — die Unterscheidung ist Aufgabe der Analyse (Penman, 2013).

3.2 Die Leitfrage: ROIC versus WACC

Ökonomisch verbindet eine einzige Relation alle drei Wertbegriffe: das Verhältnis der Rendite auf das investierte Kapital (Return on Invested Capital, ROIC) zu den gewichteten Kapitalkosten (WACC). Verdient ein Unternehmen dauerhaft mehr als seine Kapitalkosten ($\text{ROIC} > \text{WACC}$), schafft jeder investierte Euro Wert über den Buchwert hinaus — der Marktwert liegt zu Recht über dem Buchwert. Liegt der ROIC dauerhaft unter dem

WACC, vernichtet Wachstum sogar Wert (Koller et al., 2020). Diese Leitfrage zieht sich als roter Faden durch alle folgenden Bewertungsverfahren: Der DCF bewertet die Zahlungsströme, die aus dem Spread resultieren; EVA und Economic Profit messen den Spread direkt; die Residualgewinnmethode wendet dieselbe Logik auf das Eigenkapital an.

3.3 Der Aktienkurs als Erwartungsgröße

Der Marktwert lässt sich konzeptionell zerlegen in den Wert des vorhandenen Geschäfts (Steady-State-Wert der aktuellen Ertragskraft) und den Barwert der erwarteten künftigen Wertschaffung (Rappaport, 1986; Miller und Modigliani, 1961).³ Was der Kurs über den Steady-State-Wert hinaus enthält, sind eingepreiste Erwartungen — an Wachstum, Margen und Kapitalrenditen. Die Fundamentalanalyse fragt daher nicht nur "Was ist das Unternehmen wert?", sondern ebenso "Welche Erwartungen sind im aktuellen Kurs bereits enthalten — und sind sie plausibel?". Diese Erwartungsperspektive macht verständlich, warum exzellente Unternehmen schlechte Aktien sein können (wenn der Kurs noch bessere Ergebnisse vorwegnimmt) und mittelmäßige Unternehmen gute Aktien (wenn der Kurs zu pessimistisch ist).

4 Kapitalkosten und die Fallstudie Porsche AG

4.1 Die Fallstudie: Porsche AG (P911)

Alle Rechenbeispiele dieses Papiers basieren auf der Dr. Ing. h.c. F. Porsche AG, dem Stuttgarter Sportwagenhersteller, dessen Vorzugsaktien seit September 2022 an der Frankfurter Börse notieren (Börsenticker P911). Porsche eignet sich als Fallstudie in doppelter Hinsicht: Als Luxushersteller mit außergewöhnlicher Markenstärke illustriert das Unternehmen die Bedeutung immaterieller Werte; als deutscher Automobilhersteller steht es zugleich mitten in der Strukturkrise der Branche — dem Umbruch zu neuen Antriebsarten, dem Preis- und Technologiewettbewerb aus China und der Schwäche des chinesischen Absatzmarkts. Das Geschäftsjahr 2025 war entsprechend ein Ausnahmejahr: Der Umsatz sank auf 36,3 Mrd. Euro, das operative Ergebnis brach — belastet durch Sondereffekte von rund 3,9 Mrd. Euro aus Restrukturierung (ca. 2,4 Mrd. Euro), der Neuausrichtung der Batterieaktivitäten (ca. 0,7 Mrd. Euro) und US-Zöllen (ca. 0,7 Mrd. Euro) — auf 0,4 Mrd. Euro ein (Porsche AG, 2026). Abbildung 1 zeigt den Kursverlauf seit dem Börsengang; Tabelle 1 enthält die Basisdaten.

³ Der Steady-State-Wert eines Unternehmens beschreibt einen stabilen, ausgereiften Zustand, in dem Umsatz, Gewinn und Cashflow ohne außergewöhnliche Sondersprünge konstant bleiben oder nur noch mit einer festen, niedrigen Rate der Inflation oder des Marktes mitwachsen.



Abbildung 1: Porsche AG (P911), Kursverlauf der Vorzugsaktie seit dem Börsengang am 29. September 2022 (Xetra, in Euro). Die gepunktete Linie markiert den Ausgabekurs-Bereich.
Quelle: Yahoo Finance, Stand Anfang Juli 2026.

Tabelle 1: Basisdaten Porsche AG (Geschäftsjahr 2025; Marktdaten Anfang Juli 2026)

Kennzahl	Wert	Anmerkung / Quelle
Umsatz 2025	36.272 Mio. €	2024: 40.083 Mio. €
Operatives Ergebnis 2025	413 Mio. €	Marge 1,1 % (2024: 14,1 %)
Sondereffekte 2025	ca. –3.900 Mio. €	Restrukturierung, Batterie, US-Zölle
Operatives Ergebnis bereinigt	ca. 4.300 Mio. €	vor Sondereffekten
Konzernergebnis nach Steuern	ca. 440 Mio. €	Ausschüttung entsprach 210 % davon
Nettoliquidität Automobilgeschäft	+7.346 Mio. €	Netto-Cash, keine Nettoverschuldung
Eigenkapital (Buchwert)	ca. 23.000 Mio. €	25,24 € je Aktie
Aktien gesamt	911 Mio. Stück	je 455,5 Mio. Stamm- und Vorzugsaktien
Kurs Vorzugsaktie	45,20 €	Anfang Juli 2026
Marktkapitalisierung	ca. 41.200 Mio. €	Kurs × 911 Mio. Aktien
KBV	1,79	Kurs / Buchwert je Aktie
KGV (erwartet)	ca. 19,7	auf Konsensgewinn 2026
Dividende je Vorzugsaktie	1,01 €	Rendite 2,2 %
Beta vs. DAX (seit IPO, monatlich)	1,10	eigene Regression, 44 Monate
R ² der Marktregression	0,34	66 % titelspezifisches Risiko

Quelle: Eigene Zusammenstellung auf Basis der Daten der Porsche AG, Geschäftsbericht 2025; Marktdaten Anfang Juli 2026.

Zwei Merkmale unterscheiden Porsche von einem typischen Industrieunternehmen. Erstens die Bilanz: Das Automobilgeschäft weist eine Nettoliquidität von 7,3 Mrd. Euro aus —

Porsche hat keine Nettoverschuldung, sondern Netto-Cash, was in der Bewertung wertsteigernd zum Enterprise Value hinzutritt. Zweitens die Ertragslage: Das Jahr 2025 ist durch Sondereffekte massiv verzerrt; jede seriöse Bewertung muss zwischen dem ausgewiesenen Ergebnis (0,4 Mrd. Euro) und der bereinigten, nachhaltigen Ertragskraft (Größenordnung 4 Mrd. Euro operativ vor Sondereffekten, mittelfristig angestrebte zweistellige Marge) unterscheiden. Genau diese Unterscheidung — Ist-Krise versus normalisierte Ertragskraft — zieht sich durch alle folgenden Bewertungsschritte.

4.2 Eigenkapitalkosten: Das CAPM

Die Eigenkapitalkosten geben an, welche Rendite Aktionäre für das übernommene Risiko verlangen. Das Standardmodell ihrer Herleitung ist das Capital Asset Pricing Model (Sharpe, 1964; Lintner, 1965; Mossin, 1966), formal in Gleichung (2):

$$k_{EK} = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f) \quad (2)$$

Mit einem risikolosen Zinssatz von 2,80 Prozent (zehnjährige Bundesanleihe), dem empirisch geschätzten Beta von 1,10 (Kapitel 2.3) und einer Marktrisiko­prämie von 6,50 Prozent (Damodaran, 2024) ergeben sich Eigenkapitalkosten von 9,95 Prozent. Das ist deutlich mehr als bei einem defensiven Versorger — der Markt verlangt für die Zyklik und die strukturellen Branchenrisiken eine erhebliche Prämie.

4.3 Gesamtkapitalkosten: Der WACC

Für Bewertungen auf Gesamtunternehmensebene werden Eigen- und Fremdkapitalkosten marktwertgewichtet zusammengeführt (Modigliani und Miller, 1958), formal in Gleichung (3):

$$WACC = \frac{EK}{GK} \cdot k_{EK} + \frac{FK}{GK} \cdot k_{FK} \cdot (1 - s) \quad (3)$$

Bei Porsche ist die Gewichtung ein Sonderfall: Da das Automobilgeschäft netto schuldenfrei ist, entspricht der WACC näherungsweise den Eigenkapitalkosten. Konservativ wird daher im Folgenden mit einem Diskontierungssatz von 9,95 Prozent gerechnet — fast doppelt so hoch wie bei einem regulierten Versorger, mit entsprechend niedrigeren Barwerten für jeden künftigen Euro Cashflow. Der Diskontierungssatz ist zugleich die Hurdle Rate der Wertschaffung: 2025 lag der ROIC (bezogen auf das investierte Kapital von rund 15,7 Mrd. Euro) bei nur 1,8 Prozent — weit unter den Kapitalkosten; auf Basis der bereinigten Ertragskraft läge er bei rund 19 Prozent — weit darüber. Ob Porsche Wert schafft oder vernichtet, hängt somit vollständig davon ab, welches Ertragsniveau als nachhaltig gilt.

5 Die Discounted-Cash-Flow-Methode

5.1 Konzept und Bewertungsgleichung

Die DCF-Methode ist das theoretisch fundierteste Bewertungsverfahren: Der Wert des Unternehmens ist der Barwert aller künftigen freien Zahlungsströme an sämtliche Kapitalgeber (Free Cash Flow to the Firm, FCFF), diskontiert mit dem WACC (Koller et al., 2020; Damodaran, 2012). Im Zwei-Phasen-Modell wird eine Detailplanungsphase explizit prognostiziert und der Restwert über eine ewige Rente geschätzt, formal in den Gleichungen (4) und (5):

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_n}{(1+WACC)^n} \quad (4)$$

$$TV_n = \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g} \quad (5)$$

Der Marktwert des Eigenkapitals ergibt sich durch Addition der Nettoliquidität zum Enterprise Value (bei verschuldeten Unternehmen: Abzug der Nettoverschuldung); die Division durch die Aktienzahl liefert den inneren Wert je Aktie.

5.2 DCF-Bewertung der Porsche AG

Die Annahmen: Diskontierungssatz 9,95 Prozent; Erholung des FCFF von 2,0 Mrd. Euro (2027) auf 3,3 Mrd. Euro (2031), getragen von Restrukturierungsentlastung und Modelloffensive; danach Wachstum von 2,0 Prozent p. a. (Jahre 6–10) und ewiges Wachstum von 1,5 Prozent — bewusst moderat, um die strukturellen Branchenrisiken zu reflektieren. Tabelle 2 zeigt die Barwertrechnung.

Tabelle 2: DCF-Berechnung Porsche AG — Detailplanungsphase (Mrd Euro)

Jahr	t	FCFF	Diskontfaktor	Barwert
2027	1	2,00	0,9095	1,82
2028	2	2,40	0,8272	1,99
2029	3	2,80	0,7523	2,11
2030	4	3,10	0,6843	2,12
2031	5	3,30	0,6223	2,05
2032	6	3,37	0,5660	1,91
2033	7	3,43	0,5148	1,77
2034	8	3,50	0,4682	1,64
2035	9	3,57	0,4258	1,52
2036	10	3,64	0,3873	1,41

Quelle: Eigene Berechnung; Datenbasis: Porsche AG, Geschäftsbericht 2025.

Tabelle 3: DCF-Ergebnis Porsche AG

Position	Wert	Anmerkung
Barwert Detailplanung (FCFF, J. 1–10)	18,3 Mrd. €	52 % des Enterprise Value
Barwert Terminal Value	17,0 Mrd. €	48 % des EV
Enterprise Value (DCF)	35,3 Mrd. €	
+ Nettoliquidität Automobilgeschäft	+7,3 Mrd. €	Netto-Cash statt Schulden
Equity Value	42,6 Mrd. €	
Aktien gesamt	911 Mio. Stück	
Innerer Wert je Aktie	46,79 €	
Aktueller Kurs (Vorzugsaktie)	45,20 €	
Abweichung	+3,5 %	im Rahmen der Schätzunsicherheit

Quelle: Eigene Berechnung; Datenbasis: Porsche AG, Geschäftsbericht 2025.

5.3 Kritische Würdigung

Das in Tabelle 3 zusammengefasste DCF-Ergebnis von 46,79 Euro liegt nur 3,5 Prozent über dem Kurs von 45,20 Euro — die Aktie erscheint auf Basis dieser Annahmen fair bewertet. Bemerkenswert ist der im Branchenvergleich niedrige Terminal-Value-Anteil von 48 Prozent: Die hohen Kapitalkosten von knapp 10 Prozent stauchen die ferne Zukunft zusammen; bei einem Versorger mit 5 Prozent Kapitalkosten dominiert der Restwert mit

über 70 Prozent.⁴ Die wichtigsten Sensitivitäten: Erreicht Porsche die mittelfristig angestrebte zweistellige operative Marge früher, steigen die FCFF-Pfade und der Wert Richtung 60 Euro; verharret die Ertragskraft dagegen auf dem Niveau von 2025, trägt der heutige Kurs fast ausschließlich die Nettoliquidität und die Marke — der DCF-Wert fiel unter 30 Euro. Die Stärken der Methode — theoretische Fundierung, Unabhängigkeit von Marktbewertungen und Bilanzpolitik — stehen ihren bekannten Schwächen gegenüber: extreme Annahmesensitivität und Scheingenauigkeit. Gerade im Umbruch einer Branche ist die Bandbreite wichtiger als der Punktwert.

6 Übergewinnverfahren I: Economic Value Added und Economic Profit

6.1 Economic Value Added (EVA)

Der Economic Value Added (Stewart, 1991) misst den Mehrwert, den ein Unternehmen in einer Periode über seine Kapitalkosten hinaus erwirtschaftet, formal in Gleichung (6):

$$EVA_t = NOPAT_t - WACC \cdot IC_{t-1} = (ROIC_t - WACC) \cdot IC_{t-1} \quad (6)$$

Tabelle 4: EVA-Berechnung Porsche AG (Geschäftsjahr 2025 versus normalisiert)

Position	2025 (Ist)	Normalisiert	Anmerkung
Operatives Ergebnis	0,41 Mrd. €	4,30 Mrd. €	2025 durch Sondereffekte verzerrt
NOPAT (Steuersatz 30 %)	0,29 Mrd. €	3,01 Mrd. €	
Invested Capital	15,7 Mrd. €	15,7 Mrd. €	Eigenkapital abzgl. Nettoliquidität
Kapitalkosten (9,95 %)	1,56 Mrd. €	1,56 Mrd. €	
EVA	−1,27 Mrd. €	+1,45 Mrd. €	
ROIC	1,8 %	19,2 %	
Spread (ROIC − WACC)	−8,1 %-Pkte.	+9,2 %-Pkte.	

Quelle: Eigene Berechnung; Datenbasis: Porsche AG, Geschäftsbericht 2025.

Tabelle 4 zeigt die Ambivalenz der Fallstudie: Auf Basis der 2025er Ist-Zahlen verlor Porsche mit einem EVA von −1,27 Mrd. Euro massiv Wert — der ROIC von 1,8 Prozent

⁴ Der Terminal Value (auch Endwert oder Fortführungswert genannt) ist der geschätzte Wert eines Unternehmens für alle Jahre nach der genauen Detailplanungsphase. Er macht meistens mehr als die Hälfte des gesamten Firmenwerts aus und wird meistens als ewige Rente berechnet.

verfehlte die Kapitalkosten um mehr als acht Prozentpunkte. Auf Basis der bereinigten Ertragskraft läge der EVA bei +1,45 Mrd. Euro, der ROIC mit gut 19 Prozent fast doppelt so hoch wie die Kapitalkosten — das klassische Profil eines Luxusgüterherstellers mit Preissetzungsmacht. Der Markt bewertet das Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von 41,2 Mrd. Euro deutlich über dem investierten Kapital von 15,7 Mrd. Euro (Market Value Added von rund 18 Mrd. Euro nach Abzug der Nettoliquidität) — er glaubt also mehrheitlich an die Rückkehr zur normalisierten Wertschaffung, wenn auch mit Abschlügen gegenüber der IPO-Euphorie von 2022.

6.2 Economic Profit (EP)

Der Economic Profit (Koller et al., 2020) überführt dieselbe Logik in eine vollständige Bewertung: Der Unternehmenswert ist das heutige Invested Capital zuzüglich des Barwerts aller künftigen Economic Profits, formal in Gleichung (7):

$$EV = IC_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EP_t}{(1+WACC)^t} \quad (7)$$

Mathematisch ist die EP-Bewertung bei konsistenten Annahmen äquivalent zur DCF-Bewertung (Lücke-Theorem; Preinreich, 1937; Lücke, 1955); ihr Vorteil ist die Transparenz der periodenweisen Wertschaffung. Für Porsche wird eine Erholung des NOPAT von 1,4 Mrd. Euro (2027) auf 3,1 Mrd. Euro (2031) unterstellt — bewusst vorsichtiger als die volle Normalisierung —, bei einem mit 2 Prozent p. a. wachsenden Invested Capital.

Tabelle 5: EP-Bewertung Porsche AG — periodenweise Economic Profits (Mrd Euro)

Jahr	t	IC (Beginn)	NOPAT	ROIC	EP	Barwert EP
2027	1	15,65	1,40	8,9 %	−0,16	−0,14
2028	2	15,96	2,10	13,2 %	+0,51	+0,42
2029	3	16,28	2,60	16,0 %	+0,98	+0,74
2030	4	16,61	2,90	17,5 %	+1,25	+0,85
2031	5	16,94	3,10	18,3 %	+1,41	+0,88

Quelle: Eigene Berechnung; Datenbasis: Porsche AG, Geschäftsbericht 2025.

Wie Tabelle 5 zeigt, bleibt der Economic Profit nur im ersten Erholungsjahr negativ; ab 2028 verdient Porsche seine Kapitalkosten wieder deutlich. Die Summe der Barwerte der Jahre 1–5 beträgt +2,75 Mrd. Euro. Der Terminal Value (EP des Jahres 6 von 1,44 Mrd. Euro, dividiert durch 9,95 Prozent – 1,5 Prozent) beläuft sich auf 17,1 Mrd. Euro, sein Barwert auf 10,6 Mrd. Euro. Daraus ergibt sich: Enterprise Value 29,0 Mrd. Euro (15,65 + 2,75 + 10,6), zuzüglich Nettoliquidität 7,3 Mrd. Euro ein Equity Value von 36,4

Mrd. Euro — oder 39,93 Euro je Aktie. Das EP-Ergebnis liegt damit rund 15 Prozent unter dem DCF-Wert und rund 12 Prozent unter dem aktuellen Kurs: Die konservativere Erholungsannahme macht sichtbar, wie viel der heutige Kurs bereits von der vollen Normalisierung vorwegnimmt.

7 Übergewinnverfahren II: Residualgewinn, Dividendendiskontierung und Substanz

7.1 Discounted Earning Stream (DES) / Residualgewinnmethode

Das Residual-Income-Modell (Edwards und Bell, 1961; Ohlson, 1995) leitet den Eigenkapitalwert aus dem Buchwert und dem Barwert künftiger Residualgewinne ab; seine empirische Prognosekraft belegen Frankel und Lee (1998) sowie Dechow, Hutton und Sloan (1999), formal in Gleichung (8):

$$V_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{RI_t}{(1+k_{EK})^t}, \quad RI_t = NI_t - k_{EK} \cdot BV_{t-1} \quad (8)$$

Für Porsche (Buchwert 23,0 Mrd. Euro bzw. 25,24 Euro je Aktie; Eigenkapitalkosten 9,95 Prozent) wird ein Anstieg des Konzernergebnisses von 0,9 Mrd. Euro (2027) auf 2,6 Mrd. Euro (2031) unterstellt, bei hälftiger Thesaurierung. Das Ergebnis ist ernüchternd: Selbst am Ende der Erholungsphase erreicht die Eigenkapitalrendite mit rund 10 Prozent gerade die Eigenkapitalkosten — die Residualgewinne bleiben über den gesamten Planungszeitraum negativ bis neutral. Der Modellwert beträgt 19,7 Mrd. Euro oder 21,68 Euro je Aktie — deutlich unter Buchwert und weniger als die Hälfte des Kurses.

Dieses bewusst strenge Ergebnis hat analytischen Wert: Die Residualgewinnmethode bepreist ausschließlich das Eigenkapital und dessen Verzinsung — sie sieht weder die Nettoliquidität als Sicherheitspuffer noch honoriert sie die Optionalität einer über die Annahmen hinausgehenden Margenerholung. Sie beantwortet die Frage: "Was ist die Aktie wert, wenn Porsche dauerhaft nur noch durchschnittliche Eigenkapitalrenditen erzielt?" — und die Antwort ("etwa der Buchwert, mit Abschlag") erklärt präzise, warum die Volumenhersteller der Branche, deren Eigenkapitalrenditen strukturell unter den Kapitalkosten liegen, zu Recht unter Buchwert notieren (Kapitel 8.6). Der Kurs von 45 Euro enthält gegenüber diesem Szenario eine erhebliche Erwartungsprämie auf Marke und Margenerholung.

7.2 Dividend Discount Model (DDM)

Das Gordon-Growth-Modell (Gordon und Shapiro, 1956; Gordon, 1962) bewertet die Aktie als ewige, wachsende Dividendenrente, formal in Gleichung (9):

$$P_0 = \frac{D_1}{k_{EK} - g} \quad (9)$$

Die aktuelle Dividende von 1,01 Euro je Vorzugsaktie ist krisenbedingt gekürzt und entsprach 2025 dem 2,1-fachen des Konzernergebnisses — als Bewertungsbasis untauglich. Bei einer normalisierten Dividende von 1,80 Euro (rund 50 Prozent Ausschüttung auf ein normalisiertes Ergebnis) und 2,5 Prozent Wachstum ergibt sich ein Wert von 24,77 Euro. Das DDM bestätigt damit die Botschaft der Residualgewinnmethode: Aus der reinen Ausschüttungsperspektive ist die Aktie den heutigen Kurs nur wert, wenn die Dividende mittelfristig deutlich über das normalisierte Niveau hinaus wächst — die Bewertung lebt von der Marke und der Erholungserwartung, nicht vom laufenden Einkommen.

7.3 Substanz und der immaterielle Wert der Marke

Der Substanzwert greift bei Porsche systematisch zu kurz — und lehrt gerade dadurch das Wesentliche. Das bilanzielle Nettovermögen von 23 Mrd. Euro plus Nettoliquidität deckt nur gut die Hälfte der Marktkapitalisierung. Die Differenz ist im Kern ein einziger, nicht bilanzierter Vermögenswert: die Marke Porsche — regelmäßig unter den wertvollsten Automobilmarken der Welt geführt, mit der Fähigkeit, Preise weit über den Herstellkosten durchzusetzen (normalisierte operative Margen im zweistelligen Prozentbereich, gegenüber 3–6 Prozent bei Volumenherstellern). Selbst geschaffene Marken dürfen nach IAS 38 nicht aktiviert werden; der Buchwert unterzeichnet den ökonomischen Vermögensbestand daher strukturell. Das erklärt, warum Porsche trotz Branchenkrise zum 1,8-fachen Buchwert notiert, während Volkswagen — dessen Markenportfolio die Erträge nicht in vergleichbare Preissetzungsmacht übersetzt — zum 0,2-fachen gehandelt wird. Der immaterielle Wert ist kein Bewertungsbonus, sondern die kapitalisierten künftigen Übergewinne aus Preissetzungsmacht — und genau deshalb verschwindet er, wenn die Übergewinne dauerhaft ausbleiben.

8 Die Marktsicht I: Equity-Multiplikatoren und die Frage der Unterbewertung

8.1 Die Logik der relativen Bewertung

Mit diesem Kapitel wechselt die Perspektive: Statt den Wert aus den Fundamentaldaten des Unternehmens abzuleiten, bewertet die relative Bewertung ein Unternehmen im Vergleich zu ähnlichen Unternehmen (Damodaran, 2012). Multiplikatoren setzen den Preis ins Verhältnis zu einer Bezugsgröße wie Gewinn, Buchwert, Umsatz oder Cashflow. Ihre Stärken sind Schnelligkeit, Marktnähe und Kommunizierbarkeit; ihre zentrale Schwäche ist die Zirkularität: Eine Bewertung relativ zur Peer Group übernimmt deren Bewertungsniveau — ist die gesamte Branche über- oder unterbewertet, vererbt sich das

Urteil auf das Einzelunternehmen. Die Fallstudie Porsche macht diese Schwäche greifbarer als jedes Lehrbuchbeispiel, denn hier ist bereits die Wahl der Vergleichsgruppe strittig: Luxusgüterhersteller oder deutsche Volumenhersteller?

8.2 Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)

Das KGV — Kurs je Aktie dividiert durch den Gewinn je Aktie — gibt an, wie viele Jahresgewinne der Markt für das Unternehmen bezahlt. Seine fundamentale Verankerung zeigt die Auflösung des Gordon-Modells: Das faire KGV steigt mit Ausschüttungsquote q und Wachstum g und sinkt mit den Eigenkapitalkosten, formal in Gleichung (10):

$$KGV = \frac{P_0}{EPS_1} = \frac{q \cdot (1+g)}{k_{EK} - g} \quad (10)$$

Porsche zeigt zugleich die wichtigste Fehlerquelle des KGV: Auf Basis des ausgewiesenen Gewinns 2025 (EPS ca. 0,48 Euro) beträgt das KGV optisch über 90 — die Aktie erschiene absurd teuer. Auf Basis des erwarteten Gewinns 2026 liegt es bei rund 20, auf Basis der normalisierten Ertragskraft (EPS rund 3,10 Euro) bei etwa 15. Das KGV ist nur so gut wie sein Nenner: In Krisen- und Zyklustiefs nimmt es rechnerisch extreme Werte an, obwohl gerade dann die Kaufgelegenheiten liegen können — weshalb geglättete Größen (Shiller-KGV) oder normalisierte Gewinne heranzuziehen sind. Empirisch dokumentierten Basu (1977) und Fama und French (1992) gleichwohl die langfristige Überrendite niedrig bewerteter Aktien — die Value-Prämie.

8.3 Kurs-Buchwert-Verhältnis, Kurs-Umsatz-Verhältnis und PEG

Das Kurs-Buchwert-Verhältnis misst die in Kapitel 3 entwickelte Lücke zwischen Markt- und Buchwert; seine fundamentale Rechtfertigung liefert die Residualgewinnlogik: Ein KBV über eins ist gerechtfertigt, wenn die Eigenkapitalrendite dauerhaft über den Eigenkapitalkosten liegt (Penman, 2013). Porsche notiert zum 1,79-fachen Buchwert — die Marktprämie von rund 18 Mrd. Euro auf das Eigenkapital ist die Kapitalisierung der Markenstärke (Kapitel 7.3). Das Kurs-Umsatz-Verhältnis von gut 1,1 liegt um ein Mehrfaches über dem der Volumenhersteller (0,2–0,3) und spiegelt die strukturell höheren Margen; das PEG-Verhältnis ist in der Erholungsphase wenig aussagekräftig, weil die Wachstumsbasis verzerrt ist.

8.4 Dividendenrendite

Die Dividendenrendite der Porsche-Vorzugsaktie beträgt nach der krisenbedingten Kürzung auf 1,01 Euro nur noch 2,2 Prozent — deutlich unter den 7–8 Prozent der Volumenhersteller. Diese Diskrepanz ist lehrreich: Die hohen Renditen von Volkswagen, BMW und Mercedes-Benz sind keine Geschenke, sondern Risikoprämien — der Markt

bezweifelt die Nachhaltigkeit der Ausschüttungen angesichts der Transformationslasten. Eine Dividendenrendite ist immer nur so verlässlich wie der Cashflow, der sie speist; als alleiniges Bewertungskriterium ist sie in einer Branche im Umbruch ungeeignet.

8.5 Wann ist eine Aktie unterbewertet? Günstige Bewertung in der Praxis

Praktisch bedeutsam ist die Frage nach den Merkmalen einer günstigen Bewertung. Der klassische Ausgangspunkt ist das KBV unter eins: Beim Erwerb einer Aktie unter ihrem Buchwert liegt der Kaufpreis unter dem bilanziellen Nettovermögen — er kauft, bildlich gesprochen, einen Euro Eigenkapital für weniger als einen Euro. Benjamin Graham baute auf dieser Logik seine strengste Variante, die Net-Net-Strategie: Kaufe nur, wenn der Kurs unter zwei Dritteln des Nettoumlaufvermögens liegt (Graham, 1949). Die empirische Forschung bestätigt den Kern dieser Intuition: Portfolios niedrig bewerteter Aktien erzielten über lange Zeiträume systematische Überrenditen — die Value-Prämie (Basu, 1977; Fama und French, 1992; Lakonishok, Shleifer und Vishny, 1994); Banz (1981) dokumentierte daneben die verwandte Größenprämie kleiner Werte.

Ein KBV unter eins ist jedoch nur dann ein Kaufsignal, wenn der Buchwert die ökonomische Realität einigermaßen abbildet — und genau hier kommen die immateriellen Vermögenswerte ins Spiel. Immaterielle Werte sind nicht-physische Vermögenswerte: Marken, Patente, Lizenzen, Software, Kundenbeziehungen, Daten, Humankapital, Netzwerkeffekte. Bilanziert werden davon nur Bruchteile — im Wesentlichen erworbene immaterielle Werte und der Goodwill aus Übernahmen. Bei markenstarken Unternehmen wie Porsche unterzeichnet der Buchwert den wahren Vermögensbestand daher dramatisch — ein KBV von 1,8 kann dort günstiger sein als ein KBV von 0,9 bei einem Unternehmen ohne verborgene Werte. Umgekehrt kann der Buchwert überzeichnet sein, wenn er aus Goodwill teurer Übernahmen besteht oder Anlagen enthält, deren Geschäftsgrundlage erodiert — bei Automobilherstellern etwa Fabriken und Entwicklungsplattformen für Verbrennungsmotoren, deren Restwert im Antriebsumbruch fraglich ist.

Ein niedriges KBV muss zudem gegen seine fundamentale Rechtfertigung geprüft werden: Nach der Residualgewinnlogik ist ein KBV unter eins gerechtfertigt — also keine Unterbewertung —, wenn die Eigenkapitalrendite dauerhaft unter den Eigenkapitalkosten liegt; das Unternehmen vernichtet dann Wert, und der Markt preist dies korrekt ein. Die Unterscheidung zwischen Value-Chance und Value-Trap ist die eigentliche Analyseleistung. Tabelle 6 fasst die gängigen Näherungsregeln günstiger Bewertung zusammen — als Ausgangspunkte der Analyse, nicht als mechanische Kaufsignale.

Tabelle 6: Näherungsregeln günstiger Aktienbewertung aus Marktsicht

Kennzahl	Näherungsregel "günstig"	Ökonomische Logik	Wichtigster Fallstrick
KBV	$< 1,0$	Kauf unter bilanziellem Nettovermögen	gerechtfertigt bei $ROE < k_{EK}$; Branchenkrise (Abschnitt 8.6)
KGV	$< 10\text{--}12$ bzw. unter historischem Median	wenige Jahresgewinne als Kaufpreis	zyklisch verzerrte Gewinne (Porsche 2025: $KGV > 90$)
Shiller-KGV (CAPE)	unter langfristigem Durchschnitt	glättet Gewinnzyklen über 10 Jahre	lange Phasen der Abweichung möglich
PEG	$< 1,0$	KGV im Verhältnis zum Gewinnwachstum	Wachstumsprognosen oft zu optimistisch
Dividendenrendite	$> 4\%$ nachhaltig	laufende Verzinsung des Kapitals	Kürzungsrisiko (dt. Autowerte: $7\text{--}8\%$ als Warnsignal)
FCF-Rendite (FCF/Kurs)	$> 7\%$	schwer manipulierbare Ertragskraft	Capex-Zyklen verzerren einzelne Jahre
EV/EBITDA	$< 6,0x$	kapitalstrukturneutral, M&A-Standard	verdeckt Abschreibungsbedarf und Leasing
KUV	$< 1,0$ bei solider Marge	nützlich bei zyklischem Gewinneinbruch	ignoriert Margen- und Schuldenqualität
Graham Net-Net	Kurs $< 2/3$ Nettoumlaufvermögen	extremer Substanzabschlag	heute selten; oft Geschäftsmodell-Probleme

Quelle: Eigene Zusammenstellung auf Basis der Daten von Banz, 1981; Piotroski, 2000.

Für die praktische Anwendung empfiehlt sich eine dreistufige Sequenz. Erstens screenen: Aktien identifizieren, die mehrere Kriterien gleichzeitig erfüllen — die Kombination ist aussagekräftiger als jedes Einzelkriterium. Zweitens die Value-Trap-Prüfung anhand dreier Kriterien: Solidität der Bilanz, positiver und stabiler Free Cash Flow sowie Verbesserung der fundamentalen Trends. Gewinne mit hohem Cash-Anteil sind dabei nachhaltiger als abgrenzungsgetriebene Gewinne (Sloan, 1996). Einfache Qualitätsfilter wie der F-Score von Piotroski (2000) trennen empirisch erfolgreich fundamental solide von fundamental schwachen Value-Titeln. Drittens den Werttreiber suchen: Unterbewertung allein erzeugt keine Rendite; es braucht einen Mechanismus, der die Lücke schließt — Dividenden und Rückkäufe (deren disziplinierende Wirkung auf das Management bereits Jensen, 1986, betonte), Gewinnerholung, Übernahmen oder den Buchwertaufbau über die Zeit.

8.6 Branchenweite Unterbewertung als Krisensignal: die deutsche Automobilindustrie

Die wichtigste Einschränkung der Heuristik "KBV unter eins gleich Kaufgelegenheit" verdient ein eigenes Unterkapitel, denn sie betrifft derzeit die Schlüsselbranche der deutschen Volkswirtschaft. Notiert ein einzelnes Unternehmen unter Buchwert, kann dies

ein übersehener, tatsächlich unterbewerteter Einzelfall sein. Notiert jedoch eine ganze Branche unter Buchwert, ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass der Markt nicht irrt, sondern eine Strukturkrise einpreist: die Erwartung, dass die Branche auf absehbare Zeit ihre Kapitalkosten nicht verdienen wird — und dass ein erheblicher Teil des bilanzierten Vermögens (Werke, Anlagen, Entwicklungsplattformen alter Technologien) seine Ertragsgrundlage verliert. Formal ist ein branchenweites KBV unter eins mit zwei Deutungen vereinbar — erwartete negative Residualgewinne (Ohlson, 1995) oder erhöhte geforderte Risikoprämien —, und die empirische Value-Literatur mahnt zur Differenzierung: Portfolios niedriger KBV erzielten historisch überdurchschnittliche Renditen (Rosenberg, Reid und Lanstein, 1985; Fama und French, 1992); ob dies Risikokompensation (Fama und French, 1993) oder Fehlbewertung (Lakonishok, Shleifer und Vishny, 1994) reflektiert, ist Gegenstand der Debatte. Genau dieses Bild zeigt die deutsche Automobilindustrie: Volkswagen notiert zum 0,21-fachen, BMW zum 0,38-fachen und Mercedes-Benz zum 0,45-fachen Buchwert; die Dividendenrenditen von 7–8 Prozent sind Risikoprämien, keine Geschenke. Die Strukturkrise lässt sich auf fünf strukturelle Kernprobleme zurückführen: (1) den Einbruch im China-Geschäft, (2) Margenverfall und sinkende Gewinne, (3) die Kostenstruktur am Standort Deutschland, (4) historische Sparprogramme und (5) verspätete Software- und E-Strategien. Abbildung 2 zeigt die Kursentwicklung seit Herbst 2022.

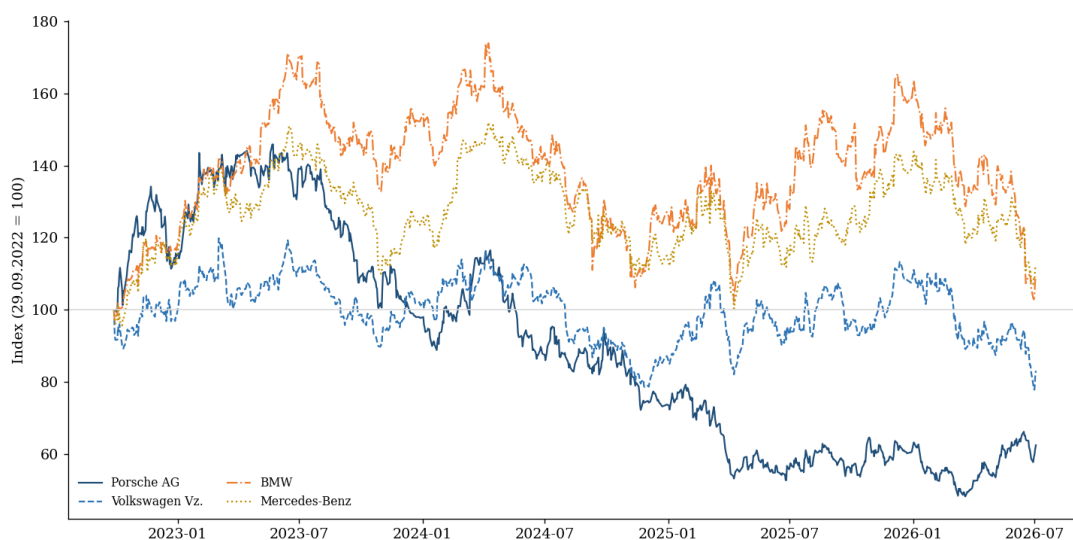


Abbildung 2: Deutsche Automobilhersteller — indexierte Kursentwicklung seit dem Porsche-Börsengang (29.09.2022 = 100; Porsche AG, Volkswagen Vz., BMW, Mercedes-Benz).

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten von Yahoo Finance, Stand Anfang Juli 2026.

Die Ursachen der Krise sind struktureller, nicht zyklischer Natur. Erstens der Antriebsumbruch: Der Übergang zu batterieelektrischen Fahrzeugen — flankiert von Wasserstoff- und Hybridpfaden — entwertet die über Jahrzehnte aufgebauten

Kernkompetenzen in Verbrennungsmotor und Getriebe, die zugleich den Kern der Bilanzwerte und der Zulieferketten bilden. Zweitens der Kosten- und Technologievorsprung Chinas: Chinesische Hersteller kontrollieren weite Teile der Batterie-Wertschöpfungskette, produzieren zu deutlich niedrigeren Kosten und haben in der Batterietechnik (Energiedichte, Ladegeschwindigkeit, Kosten je Kilowattstunde) einen erheblichen Vorsprung aufgebaut. Drittens der Wandel der Kundenpräferenzen: Chinesische Fahrzeuge definieren sich über Software, Konnektivität und spielerische Nutzererlebnisse — "Gamification" von Anzeige, Assistenz und Unterhaltung —, was gerade junge Kaufinteressenten anspricht, während deutsche Hersteller traditionell über Fahrdynamik und Verarbeitungsqualität differenzieren. Die Aktienmärkte haben diese Verschiebung bereits eingepreist: Abbildung 3 zeigt, dass Toyota und börsennotierte chinesische Hersteller wie Geely oder BYD die Porsche-Aktie seit deren Börsengang dramatisch hinter sich gelassen haben.

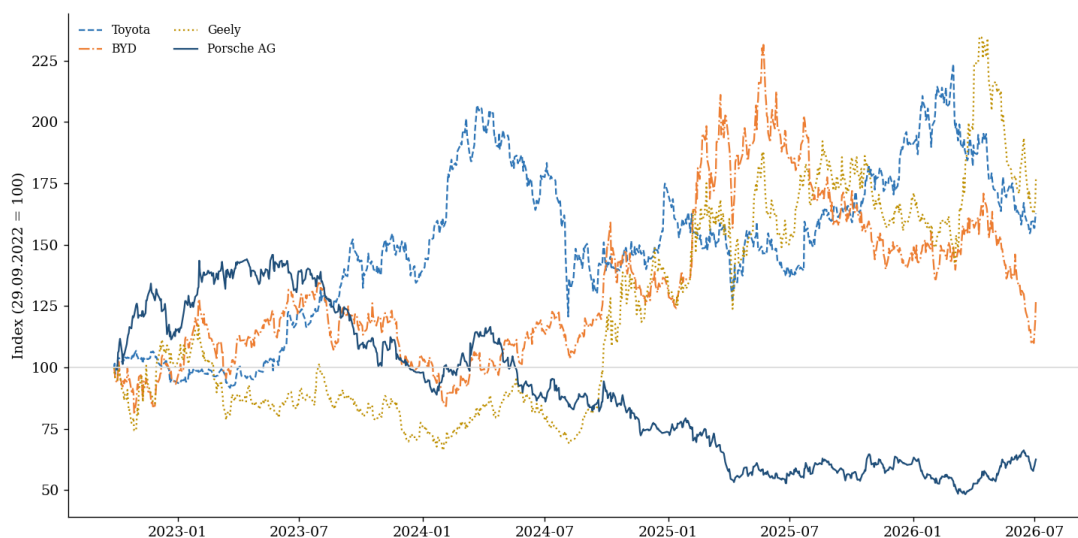


Abbildung 3: Toyota und börsennotierte chinesische Automobilhersteller (BYD, Geely) im Vergleich zur Porsche AG — indexierte Kursentwicklung (29.09.2022 = 100, jeweils Lokalwährung).

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten von Yahoo Finance, Stand Anfang Juli 2026.

Für den Anleger folgt daraus eine doppelte Lehre. Erstens: Ein branchenweites KBV unter eins ist kein hinreichendes Einstiegssignal; es verlangt die fundamentale Prüfung, ob die Geschäftsmodelle der Branche ihre Kapitalkosten wieder verdienen können. Der Markt hält es für möglich, dass einzelne Anbieter den Turnaround über neue Geschäftsmodelle — Software und Ökosysteme, Batterietechnologie, neue Mobilitätsdienste, radikale Kostenstrukturen — nicht schaffen; in diesem Fall ist nicht nur dauerhafte Wertvernichtung, sondern im Extrem auch das Ausscheiden traditionsreicher Hersteller aus dem Markt möglich, wie ihn die Industriegeschichte (von den US-Herstellern der 2000er-Jahre bis zu Nokia im Mobiltelefonmarkt) wiederholt gezeigt hat. Zweitens:

Innerhalb einer kriselnden Branche differenziert der Markt scharf — Porsche wird als Luxusanbieter mit Preissetzungsmacht zum 1,8-fachen Buchwert bepreist, Volkswagen zum 0,2-fachen. Die Annahme einer Unterbewertung ist hier begründungsbedürftig, insbesondere hinsichtlich der Frage, weshalb die vom Markt eingepreiste Prämie für das Fortbestandsrisiko unzutreffend sein sollte — die Beweislast liegt beim Käufer, nicht beim Markt.

Die deutsche Automobilindustrie ist dabei kein Einzelfall, sondern folgt einem wiederkehrenden Muster. Das jüngste Präzedenzbeispiel ist der europäische Bankensektor: Unter der unkonventionellen Geldpolitik der EZB — Negativzinsen ab 2014 und großvolumige Anleihekaufprogramme — erodierte die Zinsmarge als Kern des Geschäftsmodells, und praktisch die gesamte Branche notierte jahrelang unter Buchwert; einzelne Institute zum 0,2- bis 0,4-fachen. Heider, Saidi und Schepens (2019) zeigen, wie Negativzinsen die Ertragsmechanik der Banken strukturell beschädigten — der Markt bepreiste folgerichtig keine zyklische Delle, sondern ein in Frage gestelltes Geschäftsmodell. Aufschlussreich ist auch die Auflösung: Erst der Regimewechsel der Zinswende 2022 ließ Erträge und Bewertungen wieder steigen. Branchenweite KBV-Abschläge können also Jahre bestehen bleiben und lösen sich typischerweise nicht durch Geduld, sondern durch eine fundamentale Regimeänderung — eine Lehre, die unmittelbar auf die Automobilindustrie übertragbar ist.

Von der Branchenkrise scharf zu unterscheiden ist der dritte Fall: Fällt der Gesamtmarkt unter Buchwert — wie der DAX auf dem Höhepunkt der Finanzkrise (KBV 0,89 am 6. März 2009) und erneut, für wenige Tage, im Corona-Crash (KBV 0,97 am 18. März 2020) —, handelt es sich historisch um ein sehr starkes Kaufsignal. Die Begründung ist doppelt. Erstens die Rückkehr zum Mittelwert: Bewertungskennzahlen sind über lange Horizonte stark mean-reverting — auf extrem niedrige Marktbewertungen folgten historisch überdurchschnittliche Renditen (Campbell und Shiller, 1998); dass ein gesamter, diversifizierter Markt dauerhaft seine Kapitalkosten verfehlt, ist ungleich unwahrscheinlicher als bei einer einzelnen Branche im Strukturbruch. Zweitens das Substanzargument: Beim Erwerb des Gesamtmarkts unter Buchwert wird das gesamte bilanzielle Nettovermögen mit Abschlag erworben — und sämtliche immateriellen Werte (Marken, Patente, Kundenbeziehungen, Humankapital), die in normalen Zeiten den Großteil der Marktbewertung ausmachen, ohne bewertungsmäßigen Gegenwert hinzu. Der Markt bepreist in solchen Momenten nicht einmal die Substanz vollständig — der klassische Fall des von Graham (1949) beschriebenen wechselhaften Mr. Market in seiner pessimistischen Phase; die systematische Überrendite niedriger KBV-Portfolios dokumentierten bereits Rosenberg, Reid und Lanstein (1985).

Abbildung 4 veranschaulicht diesen Zusammenhang über gut achtzehn Jahre: Das Kurs-Buchwert-Verhältnis des DAX pendelt um seinen langfristigen Durchschnitt von rund 1,5 — mit genau zwei Ausnahmephasen, in denen es unter eins fiel: dem Höhepunkt der Finanzkrise (0,89 im März 2009) und — nur für wenige Handelstage — dem Corona-Crash

(0,97 am 18. März 2020). Bemerkenswert ist zudem, dass das KBV keineswegs dem Index folgt: Zwischen 2014 und 2019 sank es von rund 1,9 auf 1,4, obwohl der DAX stieg — die Buchwerte wuchsen über einbehaltene Gewinne schneller als die Kurse. Beide Male folgten auf den Kauf zum oder unter Buchwert außergewöhnliche Mehrjahresrenditen — der Index hat sich vom Corona-Tief bis Mitte 2026 mehr als verdoppelt. Die gestrichelte Durchschnittslinie macht zugleich das Mean-Reversion-Argument sichtbar: Extreme Abweichungen nach unten wie nach oben wurden bislang stets wieder in Richtung des Mittelwerts korrigiert.



Abbildung 4: DAX-Indexstand (graue Linie, linke Skala) und Kurs-Buchwert-Verhältnis des DAX (schwarze Linie, rechte Skala), Monatsdaten Januar 2008 bis Mai 2026. Gestrichelte horizontale Linie: Durchschnitts-KBV des Zeitraums (1,53); gepunktete Linie: KBV = 1; markiert: die beiden Unter-eins-Episoden (0,89 am 6. März 2009; 0,97 am 18. März 2020). Tagesdaten. Buchwertdaten: Refinitiv (Datenbestand des Autors) bis November 2023; ab Dezember 2023 Buchwert mit der historischen Wachstumsrate von 8 % p. a. fortgeschrieben (gestrichelter Linienabschnitt); Kursdaten: Yahoo Finance.

Quelle: Eigene Darstellung und Berechnung auf Basis öffentlicher Marktdaten.

Bei alldem sind zwei Vergleichsmaßstäbe zu beachten. Erstens das Niveau des jeweiligen Markts: Der S&P 500 und der Schweizer Aktienmarkt weisen traditionell deutlich höhere Kurs-Buchwert-Verhältnisse auf als der DAX — nicht weil sie chronisch überteuert wären, sondern wegen ihrer Sektorzusammensetzung: Technologie-, Pharma- und Markenkonzerne mit hohen Eigenkapitalrenditen und großem nicht bilanziertem immateriellem Vermögen rechtfertigen strukturell höhere KBVs (Penman, 2013; laufende Marktdaten bei Damodaran, 2024), während der industrielastige DAX bilanzintensiver ist. Ein KBV von 3 kann im S&P 500 durchschnittlich sein, im DAX teuer — absolute Schwellenwerte ohne Marktkontext führen in die Irre. Zweitens der Branchendurchschnitt: Ein einzelner Titel mit einem KBV unter eins muss stets gegen den Durchschnitt seiner Branche gestellt werden. Liegt die gesamte Branche bei 0,9 und der Titel bei 0,8, ist der Abschlag

unauffällig; liegt die Branche bei 1,8 und der Titel bei 0,6, preist der Markt ein unternehmensspezifisches Problem ein — im Extremfall den Weg in die Insolvenz, den der Markt oft früher erkennt als die Bilanz. Der vermeintlich günstige KBV-Wert erweist sich dann als Trugschluss. Zur Gegenprüfung solcher Verdachtsfälle eignen sich etablierte Insolvenzprognosemodelle wie der Z-Score von Altman (1968) sowie der F-Score von Piotroski (2000); ein niedriges KBV ist erst dann ein Kaufargument, wenn beide Entwarnung geben.

Abbildung 5 macht die strukturellen Niveauunterschiede über denselben Zeitraum sichtbar: Das KBV des S&P 500 pendelt um einen Durchschnitt von rund 3,1 und ist — getragen von den hochrentablen Technologiekonzernen — bis Mitte 2026 auf etwa das Fünffache des Buchwerts gestiegen; der Schweizer Markt hält mit seinen Pharma- und Markenkonzernen einen Durchschnitt von rund 2,5; der DAX kommt im selben Zeitraum auf lediglich 1,5. Auffällig ist zudem: Selbst in den Tiefpunkten 2009 und 2020 fielen der amerikanische und der Schweizer Markt nie unter Buchwert — die KBV-unter-eins-Schwelle wurde ausschließlich vom DAX erreicht. Ein Vergleich von Bewertungsniveaus über Märkte hinweg umfasst damit stets auch Sektorstrukturen und Eigenkapitalrenditen — und muss jede Kennzahl an ihrem eigenen Markt- und Branchendurchschnitt messen, nicht an einer universellen Schwelle.

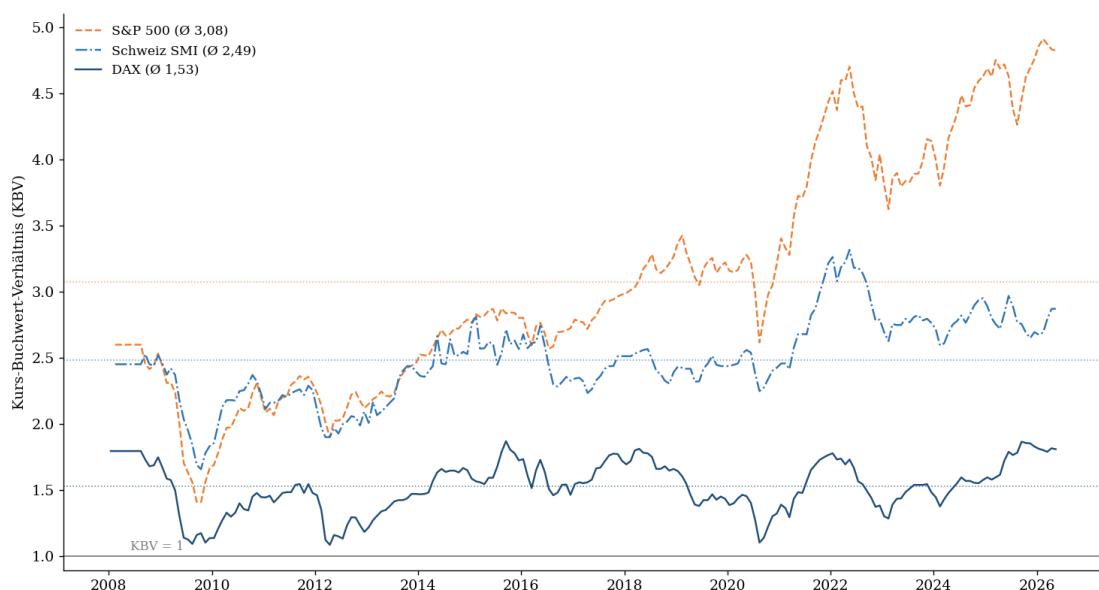


Abbildung 5: Kurs-Buchwert-Verhältnisse im Vergleich: DAX, S&P 500 und Schweizer Markt (SMI als Proxy für den SPI, der rund 80 % von dessen Kapitalisierung abdeckt und nicht frei als Datenreihe verfügbar ist), Monatsdaten Januar 2008 bis Mai 2026. Gepunktete Linien: jeweiliges Durchschnitts-KBV des Zeitraums (S&P 500: 3,12; Schweiz: 2,49; DAX: 1,52). KBV-Pfade näherungsweise rekonstruiert (Kalibrierung an publizierten Bewertungsniveaus, log-lineare Interpolation); eigene Berechnung auf Basis von Yahoo-Finance-Kursdaten.

Quelle: Eigene Darstellung und Berechnung auf Basis öffentlicher Marktdaten.

8.7 Regelbasierte Kennzahlenkombination: der O'Shaughnessy-Ansatz

Die in den Kapiteln 8.2 bis 8.5 entwickelten Kennzahlen lassen sich statt einzeln auch systematisch kombinieren. Der bekannteste regelbasierte Ansatz stammt von James P. O'Shaughnessy, der in seinem Standardwerk "What Works on Wall Street" die historische Rendite praktisch aller gängigen Bewertungskennzahlen über Jahrzehnte von US-Kapitalmarktdaten ausgewertet hat (O'Shaughnessy, 2011). Sein zentraler Befund deckt sich mit der Logik dieses Papiers: Keine Einzelkennzahl funktioniert in allen Marktphasen — das Kurs-Umsatz-Verhältnis erwies sich als der historisch konstanteste Einzelindikator, aber erst die Kombination mehrerer Kennzahlen zu einem Komposit-Score liefert robuste Ergebnisse, weil sie die Schwächen der Einzelgrößen (zyklische Gewinne beim KGV, immaterielle Verzerrung beim KBV, Bilanzpolitik beim Cashflow) gegeneinander ausgleicht.

Der Ansatz arbeitet zweistufig. In der ersten Stufe — dem "Value Composite" — wird jede Aktie des Universums anhand von sechs Bewertungskennzahlen in Perzentile eingeordnet und die Ränge zu einem Gesamtscore gemittelt: Kurs-Umsatz-Verhältnis, Kurs-Gewinn-Verhältnis, Kurs-Cashflow-Verhältnis, Kurs-Buchwert-Verhältnis, EV/EBITDA sowie die Aktionärsrendite (Shareholder Yield) als Summe aus Dividendenrendite und der Rückkaufrendite aus Aktienrückkäufen. Nur das günstigste Dezil — die 10 Prozent der Aktien mit dem besten kombinierten Bewertungsscore — kommt in die engere Auswahl. In der zweiten Stufe werden diese Value-Kandidaten nach ihrer Kursdynamik gereiht: Gekauft werden die 25 bis 50 Titel mit der höchsten Kursrendite der vergangenen sechs Monate. Ein Mindestgrößenkriterium (Marktkapitalisierung typischerweise über 150–200 Mio. US-Dollar) stellt die Handelbarkeit sicher.

Die Kombination ist konzeptionell bemerkenswert, weil sie zwei empirisch belegte, aber gegenläufige Kapitalmarktanomalien verbindet: die Value-Prämie (Basu, 1977; Fama und French, 1992) und den Momentum-Effekt — die Fortsetzung von Kursbewegungen über sechs bis zwölf Monate, wie ihn Jegadeesh und Titman (1993) dokumentierten, Carhart (1997) in die Standard-Faktormodelle integrierte (vgl. Fama und French, 1993) und wie er sich verhaltensökonomisch aus der verzögerten Informationsverarbeitung der Anleger erklärt (Kapitel 10). Asness, Moskowitz und Pedersen (2013) zeigen zudem, dass die Kombination aus Value und Momentum über Anlageklassen und Ländergrenzen hinweg robuste Prämien liefert. Für die Praxis löst das Momentum-Kriterium genau das in Kapitel 8.5 beschriebene Katalysator-Problem: Es verhindert, dass der Anleger unterbewertete Aktien kauft, die mangels Auslöser jahrelang unterbewertet bleiben — gekauft wird erst, wenn der Markt die Neubewertung bereits begonnen hat. Auf die deutsche Automobilindustrie angewendet, hätte der Ansatz in den vergangenen Jahren diszipliniert das getan, was vielen Anlegern schwerfiel: die optisch günstig bewerteten Titel trotz niedrigster Bewertungsscores nicht zu kaufen, solange das Momentum negativ blieb.

Die Grenzen sind gleichwohl zu benennen. Regelbasierte Ansätze beruhen auf historischen Rückrechnungen und tragen ein Data-Mining-Risiko — was in fünfzig Jahren US-Daten funktionierte, muss künftig und in anderen Märkten nicht gleichermaßen gelten; die Renditen quantitativer Value-Strategien blieben nach der Publikation und Verbreitung solcher Systeme zeitweise deutlich hinter ihren historischen Mustern zurück (Faktor-Crowding). Hinzu kommen Umschlagshäufigkeit und Transaktionskosten der halbjährlichen Neusortierung sowie lange Phasen des Zurückbleibens hinter dem Markt, die erhebliche Disziplin verlangen. Der O’Shaughnessy-Ansatz ersetzt daher nicht die fundamentale Einzelanalyse der Kapitel 4 bis 7, sondern ergänzt sie: als systematischer Vorfilter, der das Anlageuniversum auf jene Titel verdichtet, bei denen sich die tiefere Analyse lohnt — und als Schutz vor den eigenen Verhaltensfehlern, weil Regeln nicht der Tagesstimmung unterliegen.

9 Die Marktsicht II: Enterprise-Value-Multiplikatoren und das Peer-Group-Problem

9.1 Warum Enterprise-Value-Multiplikatoren?

Equity-Multiplikatoren wie das KGV vergleichen Größen nach Zinsen und sind damit kapitalstrukturabhängig. Enterprise-Value-Multiplikatoren umgehen dies, indem sie den Gesamtunternehmenswert (Marktkapitalisierung plus Nettoverschuldung beziehungsweise minus Nettoliquidität) ins Verhältnis zu Größen vor Zinsen setzen — EBITDA, EBIT, Umsatz oder Free Cash Flow (Koller et al., 2020). Der Rückweg zum Aktienwert führt über die Brücke der Gleichung (11)

$$P_0 = \frac{EBITDA \cdot \text{Multiplikator} + \text{Nettoliquidität}}{\text{Aktienzahl}} \quad (11)$$

9.2 Das Peer-Group-Problem der Porsche AG

Porsche macht das Kernproblem jeder relativen Bewertung sichtbar wie kaum ein zweiter Titel, nämlich die Bestimmung der zutreffenden Vergleichsgruppe. Als Luxusgüterhersteller gehört Porsche neben Ferrari bepreist — Ferrari notiert zu einem EV/EBITDA von über 20 und einem KBV nahe 10. Als deutscher Automobilhersteller gehört Porsche neben Volkswagen, BMW und Mercedes-Benz bepreist — mit EV/EBITDA-Multiplikatoren von 2–3 und KBVs unter 0,5. Tabelle 7 zeigt, wie dramatisch die Wahl das Werturteil verschiebt (Basis: normalisiertes EBITDA von rund 7,5 Mrd. Euro, Nettoliquidität 7,3 Mrd. Euro, normalisiertes EPS 3,07 Euro).

Tabelle 7: Multiplikatorbewertung Porsche AG — zwei Vergleichsgruppen (normalisierte Basis)

Multiplikator	Volumenhersteller-Niveau	Wert je Aktie	Luxusgüter-Niveau	Wert je Aktie
EV/EBITDA	2,5x	28,60 €	11,0x	98,60 €
KGV	6,0x	18,40 €	20,0x	61,50 €
KBV	0,35x	8,80 €	1,5–2,0x	38–50 €
KUV	0,25x	ca. 18 €	2,0x	ca. 88 €
zum Vergleich: Kurs		45,20 €		45,20 €

Quelle: Eigene Berechnung; Multiplikatorniveaus der Vergleichsgruppen auf Basis öffentlicher Marktdaten.

Der Befund ist eindeutig: Auf Volumenhersteller-Multiplikatoren wäre Porsche mit 9 bis 29 Euro je Aktie zu bepreisen, auf Luxusgüter-Multiplikatoren mit 50 bis 99 Euro. Der tatsächliche Kurs von 45,20 Euro positioniert Porsche fast exakt zwischen beiden Welten — der Markt bepreist das Unternehmen als "halben Luxuswert": zu gut für die Branche, zu abhängig von ihr für die volle Luxusprämie. Diese Einordnung ist keine Schwäche der Methode, sondern ihre eigentliche Erkenntnis: Der Multiplikator verrät, welcher Erzählung der Markt gerade folgt. Verschiebt sich die Erzählung — etwa durch nachhaltige Margenerholung Richtung Luxusprofil oder durch weitere Absatzkrisen Richtung Volumenprofil —, bewegt sich der Kurs um ein Vielfaches stärker als die Fundamentaldaten selbst.

9.3 Regeln guter Peer-Group-Bildung

Die Qualität jeder Multiplikatorbewertung steht und fällt mit der Vergleichsgruppe. Vergleichbarkeit verlangt Ähnlichkeit in den drei Werttreibern Wachstum, Rentabilität (ROIC) und Risiko — nicht bloß Zugehörigkeit zur selben Branche (zur Genauigkeit der Vergleichsgruppenwahl Alford, 1992; zur empirischen Überlegenheit gewinnbasierter Forward-Multiplikatoren Liu, Nissim und Thomas, 2002); das Porsche-Beispiel zeigt, dass die Branchenzugehörigkeit sogar in die Irre führen kann, wenn Geschäftsmodell und Preissetzungsmacht abweichen. Praktische Regeln: mindestens sechs bis acht Vergleichsunternehmen; Ausreißer identifizieren statt mechanisch mitteln; Forward-Multiplikatoren auf normalisierte Gewinne bevorzugen; Verschuldungsunterschiede über EV-Multiplikatoren neutralisieren; Bilanzierungsunterschiede (IFRS 16, aktivierte Entwicklungskosten, Sondereffekte wie bei Porsche 2025) vor dem Vergleich bereinigen; und bei Zwitterprofilen wie Porsche beide Vergleichsgruppen ausweisen statt eine zu verstecken.

10 Die Marktsicht III: Markteffizienz, Verhaltensökonomie und Marktstimmung

10.1 Überschussvolatilität und die Grenzen der Arbitrage

Wenn Kurse stets dem fundamentalen Wert entsprächen, dürfte ihre Schwankung die Schwankung der Fundamentaldaten nicht wesentlich übersteigen. Shiller (1981) zeigte jedoch, dass Aktienkurse um ein Vielfaches stärker schwanken, als es die nachträglich realisierten Dividenden rechtfertigen. Dass rationale Arbitrageure solche Fehlbewertungen nicht einfach wegarbitrieren, erklären Shleifer und Vishny (1997) mit den Grenzen der Arbitrage: Fehlbewertungen können länger bestehen bleiben, als Arbitrageure zahlungsfähig sind. Black (1986) ergänzte die Rolle des "Noise": Ein erheblicher Teil des Handels beruht nicht auf Information, sondern auf Rauschen — Meinungen, Liquiditätsbedürfnissen, Moden; De Long, Shleifer, Summers und Waldmann (1990) zeigten formal, dass dieses Noise-Trader-Risiko rationale Investoren von Gegenpositionen abhalten kann. Der Kursverfall der Porsche-Aktie von in der Spitze über 120 Euro (2023) auf zeitweise unter 40 Euro ist ohne diese Erwartungs- und Stimmungsdynamik nicht zu erklären: Die fundamentale Ertragskraft hat sich verschlechtert, aber nicht gedrittelt.

10.2 Systematische Verhaltensmuster

Die Verhaltensökonomie hat die psychologischen Quellen dieser Abweichungen systematisiert. Die Prospect Theory (Kahneman und Tversky, 1979) zeigt, dass Anleger Verluste etwa doppelt so stark gewichten wie gleich große Gewinne — Verlustaversion erklärt stressbedingte Verkäufe ebenso wie das zu lange Halten von Verlustpositionen — den Dispositionseffekt, den Shefrin und Statman (1985) theoretisch begründeten und Odean (1998) an Tausenden Anlegerdepots empirisch nachwies. Überreaktion auf Nachrichtenserien führt zu systematischen Umkehrmustern (De Bondt und Thaler, 1985), Herdenverhalten und Erzählungen (Narrative) verstärken Trends weit über das fundamental Gerechtfertigte hinaus (Shiller, 2015) — die IPO-Euphorie um Porsche 2022/23 ("der nächste Ferrari") und der anschließende Kursverfall ("deutsche Autokrise") sind ein Lehrbuchfall zweier konkurrierender Narrative um denselben Vermögenswert. Hinzu treten Ankereffekte, Selbstüberschätzung und Bestätigungsfehler; einen systematischen Überblick über diese Forschung geben Barberis und Thaler (2003).

10.3 Der Aktienkurs als Summe aus Wert und Stimmung

Für das Verständnis des Aktienkurses folgt daraus ein einfaches, praktisches Modell: Der Kurs entspricht dem fundamentalen Wert zuzüglich einer zeitvariablen Stimmungskomponente, die um null schwankt, in Extremphasen jedoch dominieren kann.

Graham prägte dafür das Bild des "Mr. Market", der dem Anleger täglich Preise nennt, die von seiner Tagesverfassung abhängen (Graham, 1949). Auch erwähnt in Abschnitt 5.8.6. Die Konsequenz ist nicht, den Markt zu ignorieren, sondern seine Angebote am eigenen Werturteil zu messen: Die Fundamentalanalyse der Kapitel 4 bis 7 liefert den Wertanker, die Marktsicht der Kapitel 8 und 9 die relative Einordnung — und die Beurteilung der Marktstimmung entscheidet, ob der Markt gerade Prämien verlangt oder Rabatte gewährt.

11 Fallstudie Porsche AG: Alle Methoden im Vergleich

11.1 Die Bewertungsrange

Die Kapitel 5 bis 9 haben die Porsche AG mit sämtlichen gängigen Verfahren bewertet. Tabelle 8 führt die Ergebnisse zusammen.

Tabelle 8: Gesamtvergleich aller Bewertungsmethoden — Porsche AG

Methode	Wert je Aktie	Kernannahme	Bemerkung
Discounted Cash Flow (DCF)	46,79 €	FCFF-Erhholung auf 3,3 Mrd. Euro bis 2031	TV-Anteil nur 48 % (hohe Kapitalkosten)
Economic Profit (EP)	39,93 €	NOPAT-Erhholung auf 3,1 Mrd. €	konservativer als DCF; ROIC explizit
Residualgewinn / DES	21,68 €	ROE erreicht nur die Kapitalkosten	Strengfall: keine dauerhafte Übergewinne
DDM (Gordon Growth)	24,77 €	normalisierte Dividende 1,80 Euro, g 2,5 %	laufende Dividende krisenbedingt gekürzt
Multiplikatoren Volumenhersteller	9–29 €	EV/EBITDA 2,5x; KGV 6x; KBV 0,35x	Branchenkrisen-Bepreisung
Multiplikatoren Luxusgüter	50–99 €	EV/EBITDA 11x; KGV 20x	Ferrari-Analogie
Buchwert je Aktie	25,24 €	bilanzielles Eigenkapital	ohne Marke und Erwartungen
Aktueller Börsenkurs	45,20 €	—	Anfang Juli 2026

Quelle: Eigene Berechnung (Zusammenführung der Tabellen 42 bis 47).

Die Bewertungsrange ist außergewöhnlich breit — von 9 Euro (Volumenhersteller-KBV) bis 99 Euro (Luxus-EV/EBITDA) — und genau darin liegt ihre Botschaft: Der Wert der Porsche-Aktie hängt weniger von Rechengenauigkeit als von zwei Grundsatzfragen ab. Erstens: Gelingt die Rückkehr zur normalisierten Ertragskraft (dann DCF/EP-Region von 40–47 Euro, mit Luxus-Aufwärtsoption), oder ob das Unternehmen in der Branchenkrisen verharret (dann Residualgewinn-Region um 22 Euro). Zweitens ist zu klären, ob der Markt Porsche künftig als Luxusgut oder als Automobilhersteller bepreist. Der Kurs von 45,20

Euro liegt fast exakt im Zentrum der barwertbasierten Verfahren — der Markt hat Chancen und Risiken derzeit ausgewogen eingepreist.

11.2 Was der Kurs von 45,20 Euro enthält

Die Zerlegung des Kurses macht die Erkenntnisse des Papiers konkret. Vom Kurs von 45,20 Euro entfallen 25,24 Euro auf den Buchwert des Eigenkapitals und rund 8 Euro je Aktie auf die Nettoliquidität des Automobilgeschäfts — zusammen etwa 33 Euro "harte" Substanz. Die verbleibenden rund 12 Euro je Aktie (etwa 11 Mrd. Euro) sind die Kapitalisierung der Marke und der Erholungserwartung: der Barwert jener künftigen Übergewinne, die entstehen, wenn Porsche seine Preissetzungsmacht wieder in zweistellige Margen übersetzt. Der Kurs enthält damit alle fünf Schichten aus Kapitel 13.2 in messbarer Form — und er zeigt zugleich, was er nicht mehr enthält: die IPO-Euphorie von 2022/23, als dieselbe Aktie über 120 Euro kostete und die Stimmungskomponente den Wert dominierte.

11.3 Margin of Safety

Benjamin Graham empfahl, Aktien nur zu kaufen, wenn der Marktpreis deutlich — um mindestens 25 bis 33 Prozent — unter dem inneren Wert liegt (Graham, 1949). Diese Sicherheitsmarge ist kein Präzisionsinstrument, sondern eine Versicherung gegen die unvermeidlichen Fehler jeder Bewertung. Für die Porsche AG existiert sie beim Kurs von 45,20 Euro nicht: Der DCF-Wert (46,79 Euro) liegt praktisch auf Kursniveau, das konservativere EP-Modell (39,93 Euro) darunter. Ein Value-Investor nach Graham würde erst bei Kursen um 30–33 Euro — nahe der harten Substanz aus Buchwert und Nettoliquidität — von einer echten Sicherheitsmarge sprechen. Ein Erwerb zum gegenwärtigen Kurs bedeutet den Kauf der Erholungserwartung zum angemessenen Preis, jedoch ohne Sicherheitspuffer; ein Abwarten der Sicherheitsmarge birgt das Risiko, die Erholung nicht mitzunehmen. Diese Abwägung ehrlich zu treffen — statt sie durch Modellgläubigkeit zu verdecken — ist die eigentliche Aufgabe des Anlegers.

12 Grenzen, Risiken und praktische Checkliste

12.1 Grenzen der Bewertungsverfahren

Alle vorgestellten Verfahren teilen drei Grundprobleme. Erstens die Prognoseabhängigkeit: Jede Bewertung beruht auf Annahmen über eine unsichere Zukunft; die Porsche-Range von 9 bis 99 Euro zeigt, wie stark vertretbare Annahmen die Resultate spreizen — und dass die Wahl der Vergleichsgruppe eine Annahme ist wie jede andere. Zweitens die Terminal-Value-Problematik der Barwertverfahren: Selbst bei Porsche mit fast 10 Prozent

Kapitalkosten entfällt knapp die Hälfte des Werts auf die Zeit nach der Detailplanung. Drittens die Datenqualität: Bilanzgrößen sind durch Rechnungslegungsnormen, Sondereffekte (Porsche 2025: 3,9 Mrd. Euro) und nicht bilanzierte immaterielle Werte verzerrt; unbereinigte Kennzahlen — etwa das optische KGV von über 90 — führen systematisch in die Irre.

12.2 Risiken aus Anlegersicht

Aus Anlegersicht kommen Risiken hinzu, die außerhalb der Modelle liegen: Zinsänderungsrisiken (jede Barwertbewertung reagiert invers auf den Diskontsatz), politische und handelspolitische Risiken (US-Zölle kosteten Porsche 2025 rund 0,7 Mrd. Euro), Technologie- und Disruptionsrisiken (Batterietechnik, Software), Währungsrisiken sowie das Verhaltensrisiko des Anlegers selbst — prozyklisches Kaufen in Phasen der Übertreibung (Porsche bei 120 Euro) und Verkaufen in Phasen des Kurseinbruchs vernichtet empirisch mehr Rendite als schlechte Titelauswahl (Barber und Odean, 2000). Bewertungsmodelle ersetzen kein Risikomanagement; sie strukturieren es.

12.3 Praktische Analyse-Checkliste

Die Checkliste in Tabelle 9 integriert beide Stränge des Papiers zu einem praxistauglichen Analyserahmen: Die ersten Zeilen prüfen die fundamentale Wertschaffung, die letzten die relative Bewertung, die Branchenlage und die Stimmung des Marktes.

Tabelle 9: Praktische Analyse-Checkliste für Aktieninvestoren

Analysebereich	Kernfragen	Prüfpunkte
Qualität	ROIC > WACC? Wie nachhaltig ist der Spread?	Preissetzungsmacht, Marke, Moat
Bilanzstärke	Nettoverschuldung? Zinsdeckung? Liquidität?	Krisenfestigkeit (Porsche: Netto-Cash)
Bewertung	Barwert-Aufschlag > 30 %? Multiples vs. beide Peer Groups?	Margin of Safety
Cashflow-Qualität	Cash Conversion > 70 %? FCF-Rendite > 5 %?	Divergenz Gewinn vs. Cashflow
Normalisierung	Sondereffekte bereinigt? Zyklus geglättet?	KGV auf normalisierte Gewinne
Immaterielles	Erklärt die Marke das KBV? Goodwill-Risiken?	Nachhaltigkeit der Übergewinne
Branche	Notiert die Branche unter Buchwert? Warum?	Strukturkrise vs. Zyklustief
Markt & Risiko	Beta, R^2 , titelspezifische Risiken?	Diversifikationsbedarf
Stimmung	Im Kurs eingepreiste Erwartungen: Übertreibung oder Kurseinbruch	implizite Erwartungen rekonstruieren

Quelle: Eigene Zusammenstellung auf Basis der Daten von Graham und Dodd (1934).

13 Fazit

Die Ausgangsfrage lässt sich nun präzise beantworten. Hinter einem Aktienkurs stecken fünf Schichten: erstens die bilanzielle Substanz (Buchwert und Nettofinanzposition) — bei Porsche rund 33 Euro von 45,20 Euro; zweitens der Barwert der Zahlungsströme des bestehenden Geschäfts; drittens der Barwert der erwarteten künftigen Übergewinne — positiv nur bei ROIC über WACC, und bei Porsche fast vollständig in der Marke verkörpert; viertens die relative Marktbewertung, mit der die Vergleichsgruppe das Erwartungsniveau vorgibt — bei Porsche der ungelöste Streit zwischen Luxus- und Volumenbepreisung; und fünftens eine Stimmungskomponente, die um null schwankt, in Extremphasen jedoch dominiert — wie die Reise der Aktie von 82 Euro (Ausgabekurs) über 120 Euro (Euphorie) auf 45 Euro (Krisenbepreisung) zeigt. Kein einzelnes Bewertungsverfahren erfasst alle fünf Schichten; erst ihre Kombination ergibt das vollständige Bild.

Die Fallstudie Porsche verdichtet diese Schichten zu einem quantitativen Gesamtbild. Die Kapitalkosten betragen 9,95 Prozent; die Barwertverfahren liefern 46,79 Euro (DCF) beziehungsweise 39,93 Euro (Economic Profit), die strengen buchwertverankerten Gegenproben 21,68 Euro (Residualgewinn) und 24,77 Euro (Dividendenmodell). Das Ausnahmejahr 2025 zeigt dabei seine Ambivalenz — ausgewiesen ein EVA von –1,27 Mrd. Euro, normalisiert +1,45 Mrd. Euro —, und die Wahl der Vergleichsgruppe

(Volumenhersteller versus Luxusgüter) verschiebt das relative Werturteil um den Faktor drei. Der Kurs von 45,20 Euro entspricht harter Substanz von rund 33 Euro je Aktie zuzüglich einer Marken- und Erholungsprämie von rund 12 Euro — ohne Sicherheitsmarge. Methodisch bestätigt sich damit die Leitgröße der Arbeit: Erst der Spread aus ROIC und WACC entscheidet über Wertschaffung, und erst die Kombination mehrerer Verfahren macht das Werturteil belastbar.

Aus der Analyse folgen sechs Empfehlungen. Erstens: Mindestens drei Methoden kombinieren — ein Barwertverfahren (DCF oder EP), ein buchwertverankertes Verfahren (Residualgewinn) und die Multiplikatoren als Marktabgleich; Urteile nur aus der Schnittmenge ableiten. Zweitens: Gewinne stets normalisieren — Sondereffekte, Zyklen und Einmalbelastungen bereinigen, bevor Kennzahlen verglichen werden. Drittens: Die Leitfrage ROIC versus WACC vor jede Detailanalyse stellen. Viertens: Branchenweite Unterbewertung als Warnsignal lesen — notiert ein ganzer Sektor unter Buchwert, preist der Markt eine strukturelle Krise ein; die Beweislast für das Gegenteil liegt beim Käufer, und das Ausscheiden einzelner Anbieter gehört zu den möglichen Szenarien. Fünftens: Die im Kurs eingepreisten Erwartungen explizit rekonstruieren („Was muss passieren, damit 45 Euro fair sind?“) und deren Plausibilität beurteilen. Sechstens: Nur mit Sicherheitsmarge kaufen — 25 bis 33 Prozent Abstand zum konservativ geschätzten inneren Wert — und die Stimmung des Marktes als Timing-Information nutzen: Die besten Gelegenheiten entstehen, wenn Mr. Market pessimistisch ist.

Für die Porsche AG lautet das zusammenfassende Urteil: eine fair bepreiste Marken-Substanzaktie im Epizentrum einer strukturellen Branchenkrise — mit harter Substanz von rund 33 Euro je Aktie als Boden, einer realen, aber annahmeabhängigen Erholungsoption Richtung 60 Euro und ohne Sicherheitsmarge zum aktuellen Kurs. Ein Kauf ist die Wette, dass die Marke stärker ist als die Branchenkrise; die Kursentwicklung von Toyota, BYD und Geely mahnt, diese Wette nicht mit Heimatverbundenheit zu verwechseln.

Für die Fallstudie und ihre Branche bezeichnet der Ausblick die Größen, an denen sich die weitere Entwicklung ablesen lassen wird. Auf Unternehmensebene entscheidet, ob Porsche das normalisierte Ertragsniveau tatsächlich erreicht — sichtbar an der Margenerholung, am Erfolg des Modellzyklus und an der Preissetzungsmacht der Marke im Luxussegment. Auf Branchenebene bleibt die Strukturkrise der Maßstab: Die Entwicklung des China-Geschäfts, die Stabilisierung von Margen und Gewinnen, die Kostenstruktur am Standort Deutschland und der Fortschritt der Software- und E-Strategien werden bestimmen, ob sich die branchenweiten Kurs-Buchwert-Abschläge als Übertreibung oder als korrekte Vorwegnahme erweisen; die relative Kursentwicklung gegenüber Toyota, BYD und Geely liefert dafür den laufenden Marktmaßstab. Katalysatoren im Sinne der Analyse — Strategiewechsel, Kapitalmaßnahmen, sichtbare Turnaround-Belege — dürften den Zeitpunkt bestimmen, zu dem der Markt eine Neubewertung vornimmt.

Über den Einzelfall hinaus weist die Arbeit auf drei offene Felder. Erstens die Bilanzierung immaterieller Werte: Solange Marken, Software und Daten überwiegend unbilanziert bleiben, wird die Lücke zwischen Buchwert und Marktwert weiter wachsen und die Aussagekraft buchwertbasierter Kennzahlen zusätzlich strapazieren — die Bewertungslehre wird ihre Verfahren entsprechend weiterentwickeln müssen. Zweitens die Verbindung von fundamentaler Bewertung und Preisbildung: Die Rekonstruktion eingepreister Erwartungen und die systematische Auswertung von Stimmungs- und Positionierungsdaten versprechen eine engere Verzahnung der beiden Perspektiven dieser Arbeit. Drittens die empirische Weiterbeobachtung der Value-Anomalie im Übergang zu einer zunehmend immateriell geprägten Ökonomie. Der fünfschichtige Rahmen dieser Arbeit — Substanz, Zahlungsströme, Übergewinne, relative Bewertung, Stimmung — bleibt dabei das belastbare Gerüst, mit dem sich künftige Kurse ebenso ordnen lassen wie der heutige. Geely mahnt, diese Wette nicht mit Heimatverbundenheit zu verwechseln.

Literaturverzeichnis

- Alford, A. W. (1992): The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method, *Journal of Accounting Research* 30 (1), 94–108.
- Altman, E. I. (1968): Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy, *The Journal of Finance* 23 (4), 589–609.
- Asness, C. S., T. J. Moskowitz und L. H. Pedersen (2013): Value and Momentum Everywhere, *The Journal of Finance* 68 (3), 929–985.
- Ball, R., und P. Brown (1968): An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, *Journal of Accounting Research* 6 (2), 159–178.
- Banz, R. W. (1981): The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks, *Journal of Financial Economics* 9 (1), 3–18.
- Barber, B. M., und T. Odean (2000): Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors, *The Journal of Finance* 55 (2), 773–806.
- Barberis, N., und R. Thaler (2003): A Survey of Behavioral Finance, in: Constantinides, G.M., Harris, M. und Stulz, R.M. (Hrsg.), *Handbook of the Economics of Finance*, Band 1B. Elsevier, Amsterdam, 1053–1128.
- Basu, S. (1977): Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis, *The Journal of Finance* 32 (3), 663–682.
- Black, F. (1986): Noise, *The Journal of Finance* 41 (3), 528–543.
- Campbell, J. Y., und R. J. Shiller (1998): Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook, *The Journal of Portfolio Management* 24 (2), 11–26.
- Carhart, M. M. (1997): On Persistence in Mutual Fund Performance, *The Journal of Finance* 52 (1), 57–82.
- Damodaran, A. (2012): *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3. Auflage, Wiley, Hoboken.
- Damodaran, A. (2024): *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications*, Stern School of Business, NYU, New York.
- De Bondt, W. F. M., und R. Thaler (1985): Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, 40(3), 793–805.
- Dechow, P. M., A. P. Hutton und R. G. Sloan (1999): An Empirical Assessment of the Residual Income Valuation Model, *Journal of Accounting and Economics* 26 (1–3), 1–34.
- De Long, J. B., A. Shleifer, L. H. Summers und R. J. Waldmann (1990): Noise Trader Risk in Financial Markets, *Journal of Political Economy* 98 (4), 703–738.

Dieses Arbeitspapier dient ausschließlich Informations- und Ausbildungszwecken und stellt weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Die Analyse der Porsche AG und anderer Unternehmen dient ausschließlich der methodischen Illustration und stellt keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf dieser Wertpapiere dar. Alle Unternehmens- und Marktdaten entstammen öffentlichen Quellen (Datenstand: Anfang Juli 2026); Prognosen und Normalisierungen sind eigene Annahmen des Autors. Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Jede Anlageentscheidung sollte auf Grundlage einer individuellen Beratung und der maßgeblichen Dokumente getroffen werden. Der Autor übernimmt keine Haftung für Schäden, die aus der Verwendung der dargestellten Inhalte entstehen.

Edwards, E. O., und P. W. Bell (1961): *The Theory and Measurement of Business Income*, University of California Press, Berkeley.

Fama, E. F. (1970): Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Finance* 25 (2), 383–417.

Fama, E. F., und K. R. French (1992): The Cross-Section of Expected Stock Returns, *The Journal of Finance* 47 (2), 427–465.

Fama, E. F., und K. R. French (1993): Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, *Journal of Financial Economics* 33 (1), 3–56.

Frankel, R., und C. M. C. Lee (1998): Accounting Valuation, Market Expectation, and Cross-Sectional Stock Returns, *Journal of Accounting and Economics* 25 (3), 283–319.

Gordon, M. J. (1962): *The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation*, Irwin, Homewood.

Gordon, M. J., und E. Shapiro (1956): Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit, *Management Science* 3 (1), 102–110.

Graham, B. (1949): *The Intelligent Investor*, Harper und Brothers, New York.

Graham, B., und D. Dodd (1934): *Security Analysis*, McGraw-Hill, New York.

Grossman, S. J., und J. E. Stiglitz (1980): On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, *American Economic Review* 70 (3), 393–408.

Heider, F., F. Saidi und G. Schepens (2019): Life Below Zero: Bank Lending under Negative Policy Rates, *The Review of Financial Studies* 32 (10), 3728–3761.

Jegadeesh, N., und S. Titman (1993): Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency, *The Journal of Finance* 48 (1), 65–91.

- Jensen, M. C. (1986): Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review* 76 (2), 323–329.
- Kahneman, D., und A. Tversky (1979): Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, *Econometrica* 47 (2), 263–291.
- Koller, T., M. Goedhart und D. Wessels (2020): *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 7. Auflage, McKinsey und Company / Wiley, Hoboken.
- Lakonishok, J., A. Shleifer und R. W. Vishny (1994): Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk, *The Journal of Finance* 49 (5), 1541–1578.
- Lev, B., und F. Gu (2016): *The End of Accounting and the Path Forward for Investors and Managers*, Wiley, Hoboken.
- Lintner, J. (1965): The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, *The Review of Economics and Statistics* 47 (1), 13–37.
- Liu, J., D. Nissim und J. Thomas (2002): Equity Valuation Using Multiples, *Journal of Accounting Research* 40 (1), 135–172.
- Lücke, W. (1955): Investitionsrechnungen auf der Grundlage von Ausgaben oder Kosten? *Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung*, 7, 310–324.
- Malkiel, B. G. (2003): The Efficient Market Hypothesis and Its Critics, *Journal of Economic Perspectives* 17 (1), 59–82.
- Markowitz, H. (1952): Portfolio Selection, *The Journal of Finance* 7 (1), 77–91.
- Miller, M. H., und F. Modigliani (1961): Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, *The Journal of Business* 34 (4), 411–433.
- Modigliani, F., und M. H. Miller (1958): The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review* 48 (3), 261–297.
- Mossin, J. (1966): Equilibrium in a Capital Asset Market, *Econometrica* 34 (4), 768–783.
- Odean, T. (1998): Are Investors Reluctant to Realize Their Losses? *The Journal of Finance*, 53(5), 1775–1798.
- Ohlson, J. A. (1995): Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation, *Contemporary Accounting Research* 11 (2), 661–687.
- O’Shaughnessy, J. P. (2011): *What Works on Wall Street: The Classic Guide to the Best-Performing Investment Strategies of All Time*. 4. Auflage, McGraw-Hill, New York.
- Penman, S. H. (2013): *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 5. Auflage, McGraw-Hill, New York.
- Piotroski, J. D. (2000): Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers, *Journal of Accounting Research* 38 (Supplement), 1–41.
- Porsche AG (2026): Geschäfts- und Nachhaltigkeitsbericht 2025. Dr, Ing. h.c. F. Porsche AG, Stuttgart. Online: newsroom.porsche.com.

- Preinreich, G. A. D. (1937): Valuation and Amortization, *The Accounting Review* 12 (3), 209–226.
- Rappaport, A. (1986): *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*, Free Press, New York.
- Rosenberg, B., K. Reid und R. Lanstein (1985): Persuasive Evidence of Market Inefficiency, *The Journal of Portfolio Management* 11 (3), 9–16.
- Sharpe, W. F. (1964): Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *The Journal of Finance* 19 (3), 425–442.
- Shefrin, H., und M. Statman (1985): The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence, *The Journal of Finance* 40 (3), 777–790.
- Shiller, R. J. (1981): Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends? *American Economic Review*, 71(3), 421–436.
- Shiller, R. J. (2015): *Irrational Exuberance*. 3. Auflage, Princeton University Press, Princeton.
- Shleifer, A., und R. W. Vishny (1997): The Limits of Arbitrage, *The Journal of Finance* 52 (1), 35–55.
- Sloan, R. G. (1996): Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings? *The Accounting Review*, 71(3), 289–315.
- Stewart, G. B. (1991): *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*, HarperBusiness, New York.
- Tobin, J. (1969): A General Equilibrium Approach to Monetary Theory, *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15–29.
- Williams, J. B. (1938): *The Theory of Investment Value*, Harvard University Press, Cambridge.

Haftungsausschluss

Yahoo Finance (2026): Kurs- und Kennzahlendaten Porsche AG, Volkswagen, BMW, Mercedes-Benz, Toyota, BYD, Geely, Abruf: Anfang Juli 2026.