

# bargain

DANIEL KOINEGG

*Achtung: Die nachstehenden Ausführungen stellen lediglich meine subjektive Sicht dar und sollen keinesfalls als Anlageempfehlungen dienen! Es ist unerlässlich, sich selbst mit dem Analyseprozess zu beschäftigen und Investitionsentscheidungen aufgrund seiner eigenen Einschätzung zu treffen.*

**Bewertetes Unternehmen:** Mayr Melnhof Karton AG

## **Inhaltsübersicht und Schnellverlinkung**

- a) [Einleitende Bemerkungen](#)
- b) [Finanzielle Situation des Unternehmens](#)
- c) [Anmerkungen zum Geschäftsmodell](#)
- d) [Suche nach einem dauerhaften Wettbewerbsvorteil](#)
- e) [Bewertung der assets](#)
- f) [Sonstiges](#)
- g) [Einschätzung des Unternehmenswertes](#)

## Einleitende Bemerkungen

In der Einleitung dieses Dokumentes wird auf die von mir verwendeten Bewertungsmaßstäbe, etc. und auf einige Faktoren zu den Tücken der Bewertung als außenstehender Privatinvestor hingewiesen. All jene, die mit meiner Vorgangsweise schon vertraut sind, können diesen Part überspringen und zum ersten spezifischen Teil (d.i. [„Finanzielle Situation des Unternehmens“](#)) wechseln.

Nachfolgend sollen Informationen zum genannten Unternehmen gesammelt und einige Anmerkungen zur Abschätzung eines fairen Wertes desselben vorgebracht werden. Eine Unternehmensbewertung ruht immer zu einem gewissen Teil auf einem unsicheren Fundament. Diese Tatsache ist zum einen den Annahmen über die zukünftige Entwicklung des Betriebes geschuldet, und zum anderen der immer subjektiv vorzunehmenden Einschätzung bei der Bewertung der assets, über die jedes Unternehmen verfügt. Es trifft aber auch zu, dass bei manchen Aktiengesellschaften die Informationslage klarer ist, d.h. die Bewertungskriterien sind mit einer höheren Wahrscheinlichkeit zutreffend. Selbstverständlich hängt die Genauigkeit der Bewertung zunächst von der Art der Assets ab (hohe Cashbestände sind verlässlicher abschätzbar, als ein großer Vorrat an hochspezialisierten technischen Geräten). Bei unklarer Sachlage möchte ich so konservativ wie möglich vorgehen, weshalb z.B. Firmenwerte in einer Abschätzung des Liquidationswertes von mir immer ignoriert werden, sowie Vorräte, Forderungen, Sachanlagen, etc. je nach ihrer Beschaffenheit diskontiert. Zum anderen beeinflusst die Art des Geschäftsmodells die Verlässlichkeit der Annahmen in Bezug auf die zukünftige wirtschaftliche Leistungsfähigkeit. Dieser Unsicherheit soll einerseits dadurch Rechnung getragen werden, dass das Geschäftsmodell möglichst umfassend untersucht und besonders schwankungsanfällige Unternehmen bereits vorab ausgeschieden werden sollen, und zum anderen soll bei subjektiven Einschätzungen meinerseits zumindest ein grundlegendes Argument mitgeliefert werden. Das erleichtert die nachträgliche Überprüfung der ursprünglichen Analyse, sodass man leichter auf etwaige Änderungen reagieren kann.

Grundsätzlich benutze ich bei meinen Unternehmensbewertungen jene Methodiken, die man der allgemein zugänglichen Literatur über Value Investing entnehmen kann. Eine Liste von meines Erachtens empfehlenswerten Buchtiteln in englischer und deutscher Sprache findet sich auf meiner Webseite. Auf Erläuterungen der Methodik wird aus Gründen des Platzes und

der Übersichtlichkeit so umfangreich wie möglich verzichtet, aber beinahe mein gesamtes theoretisches Wissen im Zusammenhang mit der vorliegenden Problematik habe ich diesen Büchern entnommen.

Letztendlich bestimmt sich der Wert eines Unternehmens einerseits aus dem Wiederverkaufswert der momentan gehaltenen Vermögensgegenstände und andererseits aus der zukünftigen Ertragskraft des Betriebes. Beide Komponenten werden also von kommenden Entwicklungen abhängen, insbesondere von der Wettbewerbssituation in den relevanten Branchen, oder auch völlig ungewissen zukünftigen technologischen Neuerungen. Desweiteren spielen viele „weiche“ bzw. individuelle Faktoren eine Rolle, wie beispielsweise Ehrlichkeit und Kompetenz des Managements, die Aktionärsstruktur, anhängige Rechtsstreitigkeiten, Sondersituationen wie eine bevorstehende Übernahme oder ein Schuldenschnitt. Möglichst viele Informationen sollten in die Analyse einfließen und im Sinne eines beweglichen Systemes eventuell (!) zu einer halbwegs verlässlichen Werteinschätzung führen. Es sei noch einmal darauf hingewiesen, dass für viele Unternehmen eine solche Beurteilung als Außenstehender nicht möglich sein wird - hier liegt es letztendlich an der eigenen Selbsteinschätzung und Ehrlichkeit, ob man ein Engagement besser meidet oder nicht.

Mein Analyseprozess läuft in mehreren Schritten ab. Zunächst erfolgt eine Vorauswahl aus einem größeren Pool von Unternehmen nach unterschiedlichen Kriterien. Es bietet sich beispielsweise eine Vorselektion unter jenen Aktiengesellschaften an, die innerhalb des letzten Jahres in einem Land oder einem bestimmten Index die größten Kursverluste erlitten haben. Für viele dieser Unternehmen wird es dafür einen triftigen Grund geben, mitunter könnte sich aber eine Investitionsgelegenheit dort verbergen. Weitere Vorselektionsmaßnahmen finden sich in der einschlägigen Literatur.

Grundsätzlich suche ich persönlich also nach Unternehmen, die

- (1) ein halbwegs verständliches und wenigen Wandlungen unterworfenes Geschäft betreiben,
- (2) solide finanziert sind,
- (3) eventuell sogar über einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil verfügen, der ihnen überdurchschnittliche Kapitalrenditen ermöglicht,
- (4) besonders umfangreiche und wertvolle Assets besitzen,

- (5) für die gewisse weitere vorteilhafte „weiche“ Faktoren sprechen (wie z.B. überdurchschnittlich hohe Aktienrückkäufe zu günstigen Kursen)
- (6) und die letztlich um einen in Relation zu den zuvor genannten Faktoren möglichst niedrigen Preis gehandelt werden

In Anlehnung an diese Aufzählung folgt jede meiner Analysen der nachstehenden schematischen Gliederung:

- a) **Finanzielle Position:** hier wird die Finanzkraft, die Verschuldungssituation, etc. mit verschiedenen Methoden untersucht. Dürftig finanzierte Unternehmen (sog. „turnaround“-Kandidaten im engeren Sinn) stellen für mich in der Regel mangels umfangreichem Einblick in den Betrieb kein geeignetes Investitionsobjekt dar. Wenn das Unternehmen nicht besonders liquide ist, endet für mich der Analyseprozess bereits hier
- b) **Anmerkungen zum Geschäftsmodell:** hier wird versucht, das Geschäft des Unternehmens nach den einzelnen Segmenten besser zu verstehen, wie beispielsweise Aufteilung der Kunden, der Vertriebswege, etc.
- c) **Suche nach einem dauerhaften Wettbewerbsvorteil:** besonders sinnvoll erscheint die Investition in Unternehmen, die aus irgendeinem Grund über einen langen Zeitraum überdurchschnittliche Kapitalrenditen erwirtschaften können. Solche Gründe können Markenbewusstsein, technische Fortschritte, eine besondere Lage des Geschäfts, ein besonders eng vernetztes Kundenfeld, hohe Wechselkosten für die Kunden bei Umstellung auf die Konkurrenz, etc sein.
- d) **Bewertung der assets:** eine weitere interessante Gelegenheit stellen sogenannte „asset plays“ dar, wo das Unternehmen derzeit signifikant unter dem möglichen Liquidations- bzw. Zerschlagungswert gehandelt wird. Selbstverständlich bieten sich hier vor allem Unternehmen an, die zumindest marginal profitabel in der Zukunft agieren können, denn sonst wird der Wert der Assets in den nächsten Jahren ohnehin aufgezehrt, wenn das Unternehmen nicht liquidiert wird.
- e) **Sonstiges:** diese Kategorie soll als Auffangbecken für alle möglichen „weichen“ und individuellen Faktoren dienen, die nach Einschätzung des Verfassers den Wert positiv oder negativ beeinflussen könnten.
- f) **Einschätzung des Unternehmenswertes**

Für den zuvor genannten Punkt (6) (resp. lit. (f)) kommt es rein auf das subjektive Empfinden des potenziellen Investors an. Grundsätzlich gebietet das bereits von Benjamin Graham eingeführte Konzept der „margin of safety“, ein Unternehmen nur dann zu kaufen, wenn sein momentaner Marktpreis („Marktkapitalisierung“) signifikant unter dem konservativ geschätzten Wert („fair value“) liegt, denn marginale Unterbewertungen sind nicht das Ziel des konventionellen Value Investors. Aufgrund der Subjektivität der letztlichen Kaufentscheidung, und auch deswegen weil ich mit meinen Veröffentlichungen keine Anlageberatung im Sinne von Kauf- und Verkaufsempfehlungen anbieten möchte (und auch nicht darf!), werde ich am Ende nicht darüber schreiben, ob die Aktie des gegenständlichen Unternehmens zum momentanen Zeitpunkt kaufenswert sei oder nicht. Die hier veröffentlichten Ausführungen sollen einerseits als Gedankenanstoß für den Investitionsprozess des Lesers, andererseits zur Verbesserung meiner eigenen „Investitionskunst“ und schließlich als Werbung zur Kontaktaufnahme mit Gleichgesinnten (Investoren und/oder Kapitalgebern) dienen.

Über jede Form von Anregung oder sachlicher Kritik sowie im Speziellen für Kontaktaufnahmen im Zusammenhang mit Interessensaustausch bzw. sogar eine unverbindliche Verhandlung für die Aufnahme einer gemeinsamen Investitionstätigkeit bin ich sehr dankbar. Hierfür stehe ich unter der auf der Internetseite genannten e-mail-Adresse jederzeit zur Verfügung.

## **Finanzielle Situation des Unternehmens**

MMK verfügt derzeit (Basis Jahresfinanzbericht 2013) über eine EK-Quote von gut 65%. Auch in den vergangenen 7 Geschäftsjahren (2006 bis 2012) lag diese immer zwischen 57 und fast 70%.

Mit Jahresende 2013 hatte das Unternehmen liquide Mittel in Höhe von knapp 300 MEUR. Über den gesamten betrachteten Zeitraum von 8 Geschäftsjahren (2006 bis 2013) war zum Jahresende nie eine Nettofinanzverschuldung vorhanden, d.h. die Cashbestände lagen über der Summe der gesamten Finanzverbindlichkeiten. Auch mit Ende 2013 lag diese starke Nettoliquidität bei 131 MEUR. Das gesamte Umlaufvermögen lag im Beobachtungszeitraum immer über der Summe aller Verbindlichkeiten (lang- und kurzfristig, finanziell und nichtfinanziell). Demnach wäre es dem Unternehmen möglich, sämtliche Verbindlichkeiten innerhalb eines Jahres rückzuführen. Die Berechnung einer fiktiven Schuldentilgungsdauer erübrigt sich aufgrund der Nettoliquiditätsposition.

Der Anteil immaterieller Vermögenswerte liegt bei unter 10% des AktionärsEigenkapitals und ist somit absolut vernachlässigbar.

Sämtliche sonstigen Liquiditätskennzahlen (Liquidität I. bis III. Grades) zeigen völlig unbedenkliche bzw. sogar äußerst konservative Werte. Bereits die Liquidität I. Grades würde beinahe ausreichen um sämtliche kurzfristigen Verbindlichkeiten sofort zu tilgen. Dieser Wert bewegte sich ebenfalls immer in einem Korridor zwischen 58 bis 125%.

Der Anlagendeckungsgrad I lag ebenfalls in den letzten 8 Jahren immer über 100%, das bedeutet, sämtliches Anlagevermögen ist äußerst konservativ mit Eigenkapital durchfinanziert.

Insgesamt zeugen die betrachteten Kennzahlen von einer äußerst stabilen Finanzsituation, woraus folgt, dass das Risiko eines dauerhaften Kapitalverlustes für den potenziellen Investor deutlich nach unten begrenzt ist.

## **Anmerkungen zum Geschäftsmodell**

*Sämtliche Informationen entspringen (sofern nicht extra angegeben) dem Jahresfinanzbericht 2013, insbesondere dem Konzernlagebericht, der im Übrigen sehr lesenswert ist.*

Wie wahrscheinlich zumindest im deutschsprachigen Investorenraum bekannt betätigt sich die MMK AG als Hersteller von Karton und Faltschachteln. Das operative Geschäft gliedert sich in das Segment „Karton“ und in das Segment „Packaging“. Laut eigenen Angaben des Konzerns ist man der weltweit größte Hersteller von gestrichenem Recyclingkarton, während die Faltschachtelproduktion als europaweit führend gilt.

### **Segment „Karton“**

Hier gehört man wie bereits erwähnt zu den Weltmarktführern. Derzeit entfallen 81% der Produktion auf Recyclingkarton, während die Frischfaserkartonherstellung 19% ausmacht. Das Unternehmen nennt hier hauptsächlich Verpackungsdruckereien als seine größte Kundengruppe. Auch hier ist Europa der Hauptmarkt, allerdings werden insgesamt über 100 Länder weltweit beliefert. Größere Absatzmärkte werden mit eigenen Vertriebsgesellschaften bedient, im außereuropäischen Bereich arbeitet man mit externen Vertriebspartnern.

Die wichtigsten Inputfaktoren für die Produktion sind Altpapier sowie Holzschliff, Energie (Erdgas) und Chemikalien (für den Kartonstrich). Altpapier wird hauptsächlich zugekauft (innereuropäisch), der Holzschliff wird zum Teil auch in eigenen Werken angefertigt.

Das gängigste Konkurrenzprodukt hier ist die Kunststoffverpackung. Was die Nachfrage nach dem Produkt betrifft, so entwickelt sich diese gleich wie die Gesamtwirtschaft, was einleuchtend ist. Die Industrie ist vor allem in Europa äußerst konzentriert, aber doch von einem relativ üppigen Wettbewerb gekennzeichnet.

### **Segment „Packaging“**

Hier werden Verpackungen für Konsumgüter aller Art (v.a. Lebensmittel, Zigaretten, Waschmittel, etc.) hergestellt (dzt. >50 Milliarden Stück pro Jahr). In Europa ist man führend, weltweit gehört man ebenfalls zu den größten Herstellern. Was die Produktion der

Faltschachteln betrifft so sei vor allem auf S. 5 des Konzernlageberichtes verwiesen, der die Herstellungsprozesse sehr schön beschreibt.

Die Nachfragesituation nach Faltschachteln entwickelt sich analog zu jener im Segment Karton, insbesondere treiben hier Gesamtwirtschaftswachstum sowie Privatkonsum den Absatz. Teils wird der Rohkarton aus der Schwesterdivision zugekauft, allerdings zu zwei Drittel wird extern bezogen.

Interessant für das Geschäftsmodell ist auch, dass der interkontinentale Handel mit Faltschachteln insgesamt nur eine untergeordnete Rolle spielt, und eher regional stattfindet da vor allem in Bezug auf Form, Größe und Ausgestaltung sehr individuelle Kundenbeziehungen aufgebaut werden. Der Logistikaufwand spielt hierbei auch eine große Rolle.

Aktuelle Themen des Geschäftsverlaufes waren im Jahr 2013 ein Zukauf eines Holzstoffwerkes in Norwegen, sowie neuerrichtete Standorte des Packaging-Segmentes in Polen und der Türkei sowie Akquisitionen in Vietnam und Kolumbien (ebenfalls Packaging).

Was die Aufteilung des Konzernumsatzes betrifft, verteilen sich über die Hälfte der Außenumsätze auf Westeuropa, 27,5% auf Osteuropa und etwa 14,5% außerhalb des europäischen Kontinentes. Hier könnten mE also noch genügend Expansionschancen durch Neugründung einerseits und durch kluge Zukäufe andererseits bestehen, immerhin ist der Markt teilweise noch sehr stark fragmentiert, was das Wachstum eines bereits gut organisierten großen Unternehmens aus meiner Sicht bevorzugt.

Die gesamten Kosten des Unternehmens teilen sich derzeit zu 78% auf Umsatzkosten, zu 9,55% auf Vertriebskosten und zu 4,9% auf Verwaltungskosten auf. Wichtig ist auch noch anzumerken, dass im 2013er Ergebnis ein positiver Sondereffekt in Höhe von 10 MEUR enthalten ist, der daher stammt, dass man das erwähnte Werk in Norwegen offenbar unter Buchwert gekauft hat (dies führt zu einem Aktivierungsgewinn).



## Suche nach einem dauerhaften Wettbewerbsvorteil

Laut Management ist das Unternehmen einem relativ großen Wettbewerb ausgesetzt. Die Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital ist im Beobachtungszeitraum 2006 bis 2013 zwischen 9,74 und etwas mehr als 12% geschwankt, und zwar bei einer guten bis sehr guten Eigenkapitalquote. Die EBIT-Margen schwanken zwischen 8 und 10,5%, die Gesamtkapitalrentabilität zwischen 9 und 11%. Die Umsatzrenditen bewegen sich zwischen 5,5 und ca 7%.

Grundsätzlich deuten diese Zahlen nicht auf einen signifikanten Wettbewerbsvorteil hin, der eine wirklich nachhaltig überdurchschnittlich hohe Rentabilität ermöglichen würde. Davon wäre auszugehen, wenn die EK-Renditen bei vergleichbarer EK-Quote dauerhaft deutlich über 20% ausmachen würden.

Trotzdem verfügt das Unternehmen über einige Vorteile im Vergleich zur peer group, die es zumindest branchenintern attraktiv machen könnten. Als größter Hersteller in diversen Bereichen kann man in dieser Industrie definitiv Skaleneffekte nutzen, da technische Neuerungen und Verbesserungen sowie der zwangsläufig vorhandene overhead sich auf eine größere Produktionsmenge verteilen. Außerdem spricht das Management im Lagebericht davon, dass man aus technologischer Sicht führend ist, was ebenfalls (nicht zuletzt aus Kosten- und Effizienzgründen) ein geringfügiger Wettbewerbsvorteil sein kann. Allerdings ist dieser zumeist aufgrund der hohen Investitionen nur kostspielig aufrechtzuerhalten.

Die Kapitalinvestitionen (CAPEX) sind ebenfalls für meinen Geschmack relativ hoch, außer in einem Ausreißerjahr 2009 (Krise), wo die Sachinvestitionsquote (d.h. das Verhältnis von Investitionen zu Cashflow aus der Betriebstätigkeit) nur bei 31% lag, bewegte sich diese immer zwischen ca. 60 und 82%. Durch diese Investitionen gelang es dem Unternehmen aber zumindest, Umsätze etwas zu steigern (von 1,5 auf ca 2 Mrd.) und auch die Gewinne wurden im selben Zeitraum von 100 auf 123 MEUR erhöht. Die Gewinne je Aktie stiegen überproportional von (splitbereinigt) 4,73 EUR (2006) auf ca. 6,15 EUR, da es auch einen größeren Aktienrückkauf in der Krise gab.

## Bewertung der assets

Auf der Aktivseite gibt es einige Positionen, die für einen außenstehenden Investor nur sehr schwer zu bewerten sind. Trotzdem soll versucht werden, einen Mindestwert für einen fiktiven Liquidationserlös zu ermitteln, da dieser (sofern vorhanden) durchaus als Risikopolster gelten kann. Schließlich ist es rational nicht begründbar, dass die Bewertung eines Unternehmens dauerhaft unter seinem Zerschlagungswert liegt, sofern dieses nachhaltig zumindest marginal profitabel ist. Hierbei handelt es sich logischerweise nur um konservative und näherungsweise Schätzungen. Es kann durchaus sein, dass die Zerschlagung des Konzerns wesentlich mehr einbringen könnte, aber man irrt sich besser auf der vorsichtigen Seite.

Liquide Mittel: 300 MEUR

Diverse Forderungen (Steuern, etc.): 57 MEUR; diese wären wahrscheinlich zedierbar und somit relativ schnell verwertbar; ich werde sie mit 85% des Buchwertes konservativ ansetzen, d.h. mit ca 48,5 MEUR

Lieferforderungen: 278 MEUR; soweit für mich erkennbar, ist man nicht von einzelnen großen Kunden abhängig, sondern breit über viele Länder und Branchengruppen gestreut, insofern sind größere plötzliche Forderungsausfälle auch unwahrscheinlich; deshalb ebenfalls mit 85% des Buchwertes; also zumindest 236 MEUR

Vorräte: 278 MEUR; es handelt sich um undifferenzierte und konstant nachgefragte Produkte insofern glaube ich dass diese in einem Abverkauf auch zumindestens 80% Erlösen könnten; also 222 MEUR; insbesondere sind hier mehr als die Hälfte Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe die im Prinzip den Buchwert Erlösen müssten;

Firmenwerte: 101 MEUR; diese ignoriere ich in meinen Bewertungen als zusätzliches Sicherheitspolster immer; daher Null;

Marktgängige Wertpapiere und latente Steuern: bleiben für mich mit insgesamt 26 MEUR in der Bilanz;

Sachanlagen: 664 MEUR; sind sehr schwer zu beurteilen, da es sich aber um gut gewartete Fabriken handelt, die technisch effizient ein undifferenziertes Produkt herstellen können, das konstant nachgefragt wird, müssten diese durchwegs mehr als nur einen Schrottwert Erlösen, wenn sie verkauft werden; außerdem ist ein signifikanter Anteil an Grundstücken (leider nicht gesondert ausgewiesen), vorhanden, die mehr als den seinerzeitigen Buchwert Erlösen können; insgesamt setze ich das ebenfalls mit 80% an; d.h. 531 MEUR;

Insgesamt ergibt sich ein Bruttoerlös von zumindest 1364 MEUR; davon sind noch 587 MEUR an Verbindlichkeiten abzuziehen, und es ergibt sich ein äußerst konservativ geschätzter fiktiver Nettoerlös von 777 MEUR oder knapp 39 EUR je Aktie. Ich möchte nicht dahin missverstanden werden, dass ich glauben würde, MMK sei in einem Verkauf nicht mehr wert, was ich getan habe ist eine Bewertung im Falle einer Liquidation bzw. Zerschlagung vorzunehmen. Wie schon eingangs erwähnt erachte ich diesen fiktiven Liquidationserlös als Untergrenze, unter den der Aktienkurs rational begründet nicht fallen sollte, sofern das Unternehmen zumindest marginal profitabel bleibt. Kein Unternehmen kann aus meiner Sicht langfristig „tot mehr wert als lebendig“ sein, wenn es keine Verluste macht. Insofern scheint das Risiko eines dauerhaften Kapitalverlustes derzeit selbst bei deutlich sinkender Profitabilität nach unten hin zum allermindesten mit diesem Betrag begrenzt. Bei dauerhaften operativen Verlusten, die diesen Wert schmälern sieht die Situation freilich anders aus und wäre eine Neubewertung erforderlich.

## Sonstiges

Die Beurteilung des Managements ist ein „weicher“ Faktor und immer nur äußerst subjektiv vornehmbar. Der CEO Dr. Hörmannsedler ist bereits seit 1994 im Vorstand und hat das Unternehmen seither offenbar sehr gut geführt. Wie diversen Interviews in der Finanzpresse zu entnehmen ist, lehnt er Expansionen in „überhitzte Zukunftsmärkte“ wie z.B. China und Brasilien ab, unrentable Standorte werden rechtzeitig geschlossen, man schafft es, Rentabilität und Margen relativ konstant auf annehmbarem Niveau zu halten. Die Expansionsstrategie des Unternehmens führt sie eher in weniger bekannte Nischenmärkte wie Vietnam oder Kolumbien.

In Krisenzeiten schreckt man auch nicht davor zurück, eigene Aktien in größerem Umfang zurückzukaufen und einzuziehen, was die Kennzahlen je verbleibender Aktie überproportional verbessert.

Die Dividendenausschüttungen (absolut betrachtet) haben sich seit 2006 von 29 MEUR deutlich auf 45 MEUR in 2013 erhöht, die splitbereinigte Aktienzahl ist im selben Zeitraum von 22 auf 20 Mio. Stück gesunken. Auch für das abgeschlossene Geschäftsjahr 2013 wird die Dividende wieder erhöht und ein Jubiläumsbonus zusätzlich ausgeschüttet. Generell wundert die Aktionärsorientierung nicht, denn die Familie Mayr-Melnhof ist schließlich Hauptaktionär und Einflussnehmer. Für potenzielle Investoren ist das aus meiner Sicht ein positiver Einflussfaktor.

Insgesamt konnte ich auch nach Untersuchung diverser „weicher“ Faktoren keinen Grund entdecken, der eine zumindest „normale“ Profitabilität des Unternehmens (d.h. EK-Renditen in Höhe von 10 bis 12%) in Zukunft nicht mehr ermöglichen würde. Insofern erachte ich das momentane Ertragsniveau als durchaus brauchbare Basis für die Einschätzung des Ertragswertes des Unternehmens.

## Einschätzung des Unternehmenswertes

Wie schon erwähnt soll als Basis das derzeitige Ertragsniveau des Unternehmens dienen, d.h. der Konzernüberschuss des Jahres 2013 iHv 123 MEUR. Es sei an dieser Stelle nochmals gewarnt, dass eine Bewertung eines Unternehmens auf Basis der Erträge der jüngsten Vergangenheit nur unter mehreren Prämissen möglich ist: Erstens muss das Geschäftsmodell an sich besonders nachhaltig und wenig schwankend sowie verständlich ausgestaltet sein. Zweitens dürfen keine Faktoren ersichtlich sein, die in Zukunft ein deutlich niedrigeres Ertragsniveau erwarten lassen. Ich gehe also davon aus, dass für die meisten Unternehmen sich das folgende Bewertungsmodell nicht oder nur eingeschränkt eignet. Grundsätzlich sind aber bei MM Karton aus meiner Sicht diese Parameter erfüllt. Zum einen verfügt man über eine relativ gute Marktposition sowie stabile Margen, zum anderen ist es in der Vergangenheit gelungen, sämtliche Kennzahlen (Gewinn je Aktie, Umsatz je Aktie, Dividende je Aktie, etc.) zumindest moderat zu steigern, weshalb es aus meiner Sicht konservativ und vertretbar ist, ein zumindest stagnierendes Ertragsniveau in die Bewertung einfließen zu lassen.

Auch stellen sich für mich keine Faktoren dar, die ein dauerhaft rückläufiges Ertragsniveau in der Zukunft vermuten ließen: Es ist nicht mit steigender Verschuldung des Unternehmens zu rechnen, alle geplanten Investitionen (man spricht von zweistelligen Millionenbeträgen) sollten aus dem Cashflow bedient werden können, bei einem Anstieg der Zinsen wäre das Unternehmen aufgrund der Nettoliquiditätsposition davon kaum betroffen, der Absatzmarkt insgesamt (Kartonnachfrage, Nachfrage nach Faltschachteln für Konsumgüterverpackung) dürfte sich durch moderates Wachstum entsprechend des Weltwirtschaftswachstums auszeichnen, sämtliche wesentlichen Aufwandspositionen (Energie, Personal, Altpapier, etc) werden sich aus meiner Sicht ebenfalls analog hierzu entwickeln.

Eine kleine Anpassung des Ertragsniveaus möchte ich allerdings vornehmen, und zwar gestützt auf den Ausblick des Managements. Man erwartet im Segment MM Karton aufgrund des positiven Sondereffekts in 2013 ein Ergebnis welches 2014 etwas niedriger ist. Der Sondereffekt wurde im Geschäftsbericht mit brutto 10 MEUR angegeben, weshalb ich unter Berücksichtigung der sinkenden Steuerlast das Ertragsniveau auf 115 MEUR nach unten korrigieren möchte.

N. Schmidlin führt in seinem Buch „Unternehmensbewertung und Kennzahlenanalyse“ ein aus meiner Sicht sinnvolles Bewertungsmodell ein. Ich kann jedem Leser nur wärmstens die Lektüre dieses Werkes empfehlen.

Zunächst wird für ein Unternehmen ein „faïres“ Kurs-Gewinn-Verhältnis ermittelt, welches sich aus einem Sockelwert und einem variablen Faktor zusammensetzt. Dieser variable Faktor ergibt sich aus einem Bonus-/Malus-System in welchem die Elemente (1) „Finanzielle Stabilität“, (2) „Marktposition“, (3) „Rentabilität“, (4) „Wachstumschancen“ und (5) „Individuelle Faktoren“ entsprechend gewichtet und für jedes dieser Elemente bis zu zwei Bonus-Punkte vergeben werden. Schmidlin selbst verwendet grundsätzlich für den Sockelwert einen Festbetrag, allerdings ist es aus meiner Sicht hier sinnvoller, diesen Sockelwert seinerseits von der Höhe des momentan vorherrschenden Zinsniveaus abhängig zu machen. Meines Erachtens sind Unternehmen in Phasen niedriger Zinsen mehr wert, da zum Einen der risikolose Zins (der oft als Vergleichswert herangezogen wird) entsprechend niedriger ist und zum Anderen sich die Unternehmen in Zukunft billiger refinanzieren können (und dadurch die Margen eigentlich steigen müssen). Als risikolosen Zins verwende ich einen Mittelwert aus deutschen und amerikanischen zehnjährigen Anleihen, als Sockelwert für das faire KGV den Umkehrwert aus dem vierfachen risikolosen Zins. Je höher das Marktzinsniveau wird, desto niedriger wird also der Sockelwert, und umgekehrt. Derzeit (April 2014) rentieren zehnjährige Deutsche bei 1,52% und zehnjährige Amerikanische bei 2,72%, der Mittelwert hieraus beträgt 2,12, der Umkehrwert aus dem Vierfachen hiervon 11,8. Dies ist der Sockelwert.

Die finanzielle Stabilität könnte wie erörtert besser nicht sein (immer net cash) und verdient somit 2 Bonuspunkte. Was die Marktposition innerhalb der Branche betrifft, so finde ich diese sehr gut, man hält Margen und Kosten konstant und verfügt über eine moderate Preissetzungsmacht und teilweise ordentliche Skaleneffekte. Hier vergebe ich 1,5 von 2 möglichen Punkten. Die Rentabilität des Unternehmens ist moderat überdurchschnittlich, vor allem unter Berücksichtigung der relativ hohen EK-Quote und verdient aus meiner Sicht 1 von 2 Punkten. Das Wachstumsniveau der Branche bzw. des Marktes insgesamt ist bestenfalls moderat und sehr stark mit dem breiten Weltwirtschaftswachstum korreliert, weshalb hier kein Bonuspunkt vergeben wird. Für die individuellen Faktoren vergebe ich wieder 2 Punkte, da ein langfristig aktionärsorientierter Managementkurs erkennbar ist, der CEO einen äußerst kompetenten Eindruck macht, Tiefsturse an der Börse für signifikante Aktienrückkäufe ausgenutzt werden und der Expansionskurs des Unternehmens mit Bedacht verläuft (wie

erwähnt also überhitzte Märkte gemieden werden). Insgesamt gibt das also 6,5 Zusatzpunkte, die zum Sockelwert von 11,8 addiert werden und ein faires KGV von 18,3 ergeben.

Dieses faire KGV ist mit dem momentanen Ertragsniveau zu multiplizieren und ergibt einen fairen Wert der Ertragskraft des Unternehmens von ca. 2,1 Milliarden EUR. Hierzu addiere ich persönlich (ist eine subjektive Einschätzung) noch jenen Teil der nicht betriebsnotwendigen Cashreserven, welche ich hier in Höhe der erhobenen Nettofinanzposition iHv 131 MEUR ansetze. Aus meiner Sicht ließe sich dieser Betrag ohne weiteres aus dem Unternehmen entnehmen, ohne das operative Geschäft auch nur irgendwie zu beeinträchtigen. Insgesamt ergibt sich von dieser Warte also *ein fairer Unternehmenswert von 2,23 Milliarden EUR (oder knapp 111 EUR je Aktie)*.

Ab wann man ein Unternehmen als kaufenswert erachtet, hängt von der eigenen Einschätzung ab, es sei jedoch daran erinnert, dass der konservative Value Investor unter Berücksichtigung des Konzeptes der „margin of safety“ (sh. die entsprechenden Literaturhinweise auf [www.bargain-magazine.com](http://www.bargain-magazine.com)) dann eine Kaufentscheidung trifft, wenn das momentane Marktpreisniveau weit unter dem vorsichtig ermittelten fairen Wert liegt.