

Unternehmensbewertung & Kennzahlenanalyse

Schmidlin

3. Auflage 2020
ISBN 978-3-8006-6344-6
Vahlen



Anlegerhinweis

Diese Publikation gibt die Meinungen und Ansichten des Autors wieder. Diese sind keinesfalls als Kauf- oder Verkaufsempfehlung für die Wertpapiere der genannten Unternehmen zu verstehen und dienen lediglich zu Anschauungszwecken. Der Verkauf dieser Publikation erfolgt unter der Prämisse, dass der Autor und Verlag damit weder Rechts-, Steuer-, Anlage- oder sonstige Beratungsdienstleistungen erbringen. Weder der Autor noch der Verlag garantieren die Richtigkeit der in diesem Buch enthaltenen Informationen und Angaben.

UNTERNEHMENS BEWERTUNG

&

Nicolas Schmidlin

KENNZAHLEN ANALYSE

Praxisnahe Einführung
mit zahlreichen Fallbeispielen
börsennotierter Unternehmen

beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

3. AUFLAGE



Verlag Franz Vahlen München

Nicolas Schmidlin ist Vorstand und Mitgründer der ProfitlichSchmidlin AG, einem unabhängigen und inhabergeführten Fondsberater. Im Fokus der Tätigkeit steht die Identifizierung von Unterbewertungen bei Aktien und Anleihen. Nach dem Studium der Wirtschaftswissenschaften an der Goethe-Universität Frankfurt studierte er im Masterprogramm Investment Management an der Cass Business School in London.

beck-shop.de

DIE FACHBUCHHANDLUNG

ISBN Print: 978 3 8006 6344 6
ISBN E-Book PDF: 978 3 8006 6345 3
ISBN E-Book ePub: 978 3 8006 6346 0

© 2020 Verlag Franz Vahlen GmbH
Wilhelmstr. 9, 80801 München
Satz: Fotosatz Buck
Zweikirchener Straße 7, 84036 Kumhausen
Druck und Bindung: Westermann Druck Zwickau GmbH
Crimmitschauer Str. 43, 08058 Zwickau

Umschlaggestaltung: Ralph Zimmermann, Bureau Parapluie
Bildnachweis: © holmessu – depositphotos.com



Gedruckt auf säurefreiem, alterungsbeständigem Papier
(hergestellt aus chlorfrei gebleichtem Zellstoff)

Danksagung

Dieses Buch hätte nicht ohne die tatkräftige Unterstützung meines Investmentpartners und Freundes Marc Profitlich entstehen können. Des Weiteren danke ich Steffen Zollondz für die Beratung in sprachlichen und grammatikalischen Angelegenheiten. In den nunmehr fast zehn Jahren seit Veröffentlichung der ersten Ausgabe dieses Buches waren mir viele Personen mit der Korrektur, aber auch mit Anregungen und Kritiken behilflich. Darunter möchte ich – in alphabetischer Reihenfolge – besonders danken: Rabab Flaga, Carl-Christoph Friedrich, Julian Gruber, Dirk Heizmann, Markus Herrmann, Dominik Hügler, Thomas Jungmann, Fabian Kaske, Sven Kluitman, Lars Markull, Lukas Mergele, Simon Vogt und Philipp Vorndran. Ich danke außerdem meinem Lektor Dennis Brunotte. Mein besonderer Dank gilt außerdem meinen Eltern für ihre bedingungslose Unterstützung.

Website zum Buch

Unter folgender Webseite veröffentlicht der Autor weiterführende Fallbeispiele und aktuelle Entwicklungen in der Unternehmensbewertung und weiteren Investment-Themen in englischer Sprache:

www.lawbitrage.xyz

Die Webseite enthält vollständige Bewertungsmodelle, Geschäftsberichte und aktualisierte Daten zu den jeweiligen Kapiteln und Themengebieten dieses Buches. Im Blog-Stil wird dort außerdem auf die aktuelle Entwicklung an den Kapitalmärkten, das rechtliche Umfeld bei Übernahmen und der Restrukturierung von Staatsanleihen und verwandte Investment-Themen sowie und auf weiterführende Literatur eingegangen.

Für Frida und Eva

beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG



Vorwort

Werden Sie ein Unternehmer!

Manchmal ist es zum Verzweifeln. Kaum ist in lockerer Runde das Gespräch auf meine Tätigkeit gekommen, werde ich mit nahezu 100%-iger Wahrscheinlichkeit gefragt: „Na Philipp, wo steht der DAX am Ende des Jahres?“ Eine Frage, die eigentlich fast alles über die Investmentphilosophie von uns Deutschen aussagt: heimmarktfokussiert und indexgesteuert.

Um nicht ungerecht zu sein, muss man natürlich eingestehen, dass der Heimmarktfokus (im Englischen Home Bias) kein rein deutsches Phänomen ist. Überall dort, wo sich Investoren in einer großen, leistungsfähigen Volkswirtschaft wähnen, vergisst man nur allzu leicht, dass auch jenseits der Grenzen erstklassige Unternehmen und prosperierende Ökonomien zu finden sind. Den Home Bias findet man also genauso in den USA, in Japan oder auch in Großbritannien. Die Folge davon ist, dass bei den knapp 4,5 Millionen deutschen Aktionären ein Großteil der direkt gehaltenen Unternehmen aus Deutschland stammen. Dies steht im drastischen Widerspruch zur Bedeutung des deutschen Aktienmarktes an der globalen Marktkapitalisierung. Der Anteil liegt nämlich lediglich bei ca. 3 Prozent.

Warum dies so ist, das können wir uns alle leicht vorstellen. Es sind Gründe wie die Sprache, die Vertrautheit mit dem lokalen Rechtssystem, der tägliche Kontakt mit den Produkten heimischer Unternehmen, das fehlende Wechselkursrisiko und vieles andere mehr. Alles Faktoren, die nicht von der Hand zu weisen sind, die es allerdings nicht rechtfertigen, ganze Regionen oder Sektoren komplett aus dem Portfolio zu verbannen. Oder können Sie beispielsweise in ein führendes deutsches Rohstoffunternehmen oder einen großen deutschen Hersteller von Unterhaltungselektronik investieren?

Immerhin hat sich dieser Fokus auf den Heimmarkt bei deutschen Anlegern in den letzten Jahren etwas abgeschwächt. Auslöser dafür waren einerseits die stärkere Einbeziehung europäischer Unternehmen nach der Einführung des Euro, andererseits die fulminante Entwicklung der Schwellenländer, die vielen Investo-

ren klargemacht hat, dass Deutschland auch ökonomisch nicht mehr der Nabel der Welt ist.

Nochmals verschärft hat sich hingegen in den letzten Jahren der Trend zum Indexinvestment, egal ob direkt durch einen ETF, ein Zertifikat oder einen Benchmark-nahen Aktienfonds. Wurde im Jahr 2000 an der Xetra noch ein ETF-Volumen von 0,4 Mrd. Euro gehandelt, so waren es allein im Februar 2020 knapp 20 Mrd. Euro. Wurden im Jahr 2000 ganze 2 ETFs gehandelt, so waren es 2020 über 1.500 – zugegeben nicht alle auf den DAX. Besser kann man den Trend weg von der Einzelaktie hin zur Benchmark-fokussierten Geldanlage nicht belegen.

Dieser Umstand ist für eine Volkswirtschaft, die noch immer die Bezeichnung Marktwirtschaft, wenn auch soziale, trägt, traurig und langfristig schädlich, denn die Investoren und Bürger verlieren immer stärker den Bezug zu den realen Unternehmen, deren Chancen, Sorgen und Nöte. Unsere Firmen, egal ob in der Form einer Aktiengesellschaft, eines mittelständischen Familienbetriebes oder dem Handwerker um die Ecke, sind zusammen mit ihren gut ausgebildeten Arbeitnehmern das Rückgrat unseres Wohlstandes. Wenn die Mehrheit der Bevölkerung aber diese Unternehmen, wenn überhaupt, nur noch über ihre Produkte kennt, dann besteht die große Gefahr, dass die Standortvoraussetzungen für leistungsfähige, international wettbewerbsfähige Firmen in der politischen Diskussion kaum mehr Gehör finden. Ein aktiver Aktionär bei BASF hingegen wird Themen wie Umweltschutz, Energieversorgung, Arbeitszeiten, Ausbildung der Mitarbeiter oder Steuern – um nur einige zu nennen – in einer zusätzlichen Dimension betrachten, verglichen mit dem Bürger, der nie versucht hat, sich in die Schuhe eines Unternehmers zu versetzen.

In einer Marktwirtschaft muss Eigenkapital (Aktie) langfristig immer deutlich mehr rentieren als Fremdkapital (Anleihe), sonst gäbe es bald keine Unternehmen mehr. Das bedeutet nichts anderes, als dass derjenige, der bei der Anlage seiner Ersparnisse nicht kurzfristig orientiert ist, immer den Großteil seines Geldes in gute Unternehmen anlegen sollte und nicht in Sparbriefe oder Anleihen. Was aber bedeutet dann das massive Übergewicht von Anleihen und Sparanlagen beim durchschnittlichen Deutschen? Glaubt er nicht mehr an die positiven Wohlstandseffekte einer Marktwirtschaft ... oder schlimmer noch, hat er nie wirklich daran geglaubt? Sind viele Deutsche im tiefen Inneren ihres Herzens in Tat und Wahrheit noch immer Verfechter einer staatlich gelenkten Planwirtschaft? Ich hoffe nein, aber zumindest die Art und Weise, wie viele Deutsche ihr Vermögen bewirtschaften und so manche Tendenzen in Politik und öffentlicher Meinung der letzten Jahre lassen hier und da Zweifel aufkommen.

Was Investoren primär interessieren sollte, ist die Frage, wie finde ich die besten Unternehmen, wie schneide ich mit meinem Aktienportfolio langfristig besser ab als mit dem Index, der ja nichts anderes darstellt als den Durchschnitt aus guten und schlechten Unternehmen? Die erste Grundvoraussetzung dafür ist etwas Zeit. Denn egal für welche Analysemethodik Sie sich am Ende entscheiden

werden, ohne Zeit für Recherche wird es nicht gehen! Selbst wenn man diese Zeit nur dafür aufwendet, die besten Fonds oder die besten Vermögensverwalter ausfindig zu machen, die Idee, bei einem 60-minütigen Besuch eines Bankberaters sein Vermögen sinnvoll anzulegen, ist sehr naiv. Die Mehrheit von Ihnen hat für Ihr Vermögen zu hart und zu lange gearbeitet, um es in so kurzer Zeit aufs Spiel zu setzen – das hat Ihr Geld nicht verdient!

Wenn Sie sich die Zeit genommen haben – und genau deshalb halten Sie ja dieses Buch über die fundamentale Unternehmensanalyse in Ihren Händen –, dann stellt sich noch die Frage nach der richtigen Methodik. Ist nun eher ein technischer, ein quantitativer, ein verhaltensgesteuerter oder ein fundamentaler Ansatz der richtige für Sie? Eine eindeutige Antwort dafür gibt es nicht. Es gibt für jeden Ansatz genügend Beispiele von Investoren, die mit diesem extrem erfolgreich gearbeitet haben. Und selbst überzeugte „Fundamentalisten“ wie Warren Buffett vermischen manchmal die Signale mehrerer Techniken, um den richtigen Einstiegszeitpunkt für ein Investment zu definieren.

Verstehen Sie eine Aktie aber als strategische Teilnahme am Erfolg eines Unternehmens, dann kommen Sie an der fundamentalen Unternehmensanalyse nicht vorbei. Wenn Ihnen die Metamorphose vom Aktionär zum Unternehmer gelingt, dann beginnen Sie Ihr Unternehmen und die Entscheidungen Ihres Managements Schritt für Schritt zu verstehen. Dann können Sie früher oder später auch beginnen, die nächsten Entwicklungen zu antizipieren und gewinnen damit einen entscheidenden Vorsprung zum durchschnittlichen Anleger, dem sogenannten Konsensus-Investor.

Ein unrealistisches Ziel? Nein, wenn Sie sich nicht vornehmen, in kurzer Zeit Unternehmer bei zu vielen Gesellschaften zu werden. Beginnen Sie Ihr Unternehmertum bewusst bei einer kleinen Zahl von Aktiengesellschaften, durchaus aus unterschiedlichen Branchen und Regionen. Und wenn Sie das Grundprinzip der Bewertung anhand dieser wenigen Unternehmen verstanden haben, dann ist es anschließend immer einfacher, die Grundmuster auf weitere Firmen und deren Entscheidungsprozesse zu übertragen.

Das vorliegende Buch über Unternehmensbewertung ist für Sie eine erste wichtige Etappe. Ohne das Verständnis für das Zahlenwerk einer Gesellschaft bleiben für einen Investor zu viele Fakten im Dunkeln. Aber auch das Kennen der Zahlen allein macht Sie noch lange nicht zu einem guten Investor. Dafür müssen Sie beim Interpretieren dieser Kennzahlen Erfahrungen sammeln und sich auch einmal eine „blutige Nase“ holen. Egal, ob Sie Ihr Finanzchef nicht vollständig informiert hat oder Sie es selbst waren, der die Zahlen zu optimistisch ausgelegt hat, beim Investieren gilt wie in anderen Bereichen des Lebens auch: „aus Schaden wird man klug“ und „Übung macht den Meister“.

Philipp Vorndran
Kapitalmarktstrategie



Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Einleitung	XV
Einleitung zur zweiten und dritten Auflage	XVII
1 Grundlagen der Bilanzierung und Bilanzanalyse	1
1.1 Bedeutung und Entwicklung des Rechnungswesens	2
1.1.1 HGB/IFRS-Vergleich sowie US-GAAP	6
1.1.2 Begrenzte Aussagekraft von Abschlüssen	8
1.1.3 Besonderheiten der Finanzbranche	9
1.2 Aufbau und Struktur von Jahresabschlüssen	10
1.2.1 Gewinn- und Verlustrechnung	10
1.2.2 Aufwandsquoten im Gesamtkostenverfahren	12
1.2.3 Aufwandsquoten im Umsatzkostenverfahren	15
1.2.4 Bilanz	18
1.2.5 Cashflowrechnung	23
1.2.6 Eigenkapitalveränderungsrechnung	36
1.2.7 Anhang	36
Fazit zu Kapitel 1	40
2 Kennzahlen zu Ertrag und Rentabilität	41
2.1 Eigenkapitalrendite	42
2.2 Umsatzrendite	47
2.3 EBIT/EBITDA-Marge	49
2.4 Kapitalumschlag	51
2.5 Gesamtkapitalrendite	52
2.6 Return on Capital Employed	54
2.7 Umsatzverdienstrate	61
Fazit zu Kapitel 2	63

3 Kennzahlen zur finanziellen Stabilität	65
3.1 Eigenkapitalquote	65
3.2 Gearing	69
3.3 Dynamischer Verschuldungsgrad	72
3.4 Net Debt/EBITDA	73
3.5 Sachinvestitionsquote	76
3.6 Anlagenabnutzungsgrad	79
3.7 Wachstumsquote	81
3.8 Cash-Burn-Rate	83
3.9 Umlauf- und Anlagenintensität	85
3.10 Anlagendeckungsgrad I und II	87
3.11 Goodwill-Anteil	88
Fazit zu Kapitel 3	89
4 Kennzahlen zum Working Capital Management	91
4.1 Debitoren- und Kreditorenlaufzeit	92
4.2 Liquidität 1. Grades	95
4.3 Liquidität 2. Grades	96
4.4 Liquidität 3. Grades/WC-Quote	97
4.5 Vorratsintensität	99
4.6 Umschlagshäufigkeit der Vorräte	100
4.7 Geldumschlag	101
4.8 Kennzahlen zum Auftragseingang und -bestand	103
Fazit zu Kapitel 4	105
5 Analyse des Geschäftsmodells	107
5.1 Kompetenzbereich	109
5.2 Charakteristika	110
5.3 Rahmenbedingungen	113
5.4 Informationsbeschaffung	114
5.5 Branchenstrukturanalyse	116
5.6 SWOT-Analyse	117
5.7 BCG-Analyse	118
5.8 Wettbewerbsstrategie	121
5.9 Management	122
Fazit zu Kapitel 5	124
6 Ausschüttungspolitik und Kapitalallokation	125
6.1 Dividende	125
6.2 Aktienrückkäufe	127
6.3 Schlussfolgerung	132
Fazit zu Kapitel 6	134

7 Bewertungskennzahlen	135
7.1 Kurs-Gewinn-Verhältnis	136
7.2 Kurs-Buchwert-Verhältnis	143
7.3 Kurs-Cashflow-Verhältnis	150
7.4 Kurs-Umsatz-Verhältnis	151
7.5 Enterprise-Value-Ansatz	154
7.6 EV / EBITDA	159
7.7 EV / EBIT	163
7.8 EV / FCF	167
7.9 EV / Sales	168
Fazit zu Kapitel 7	172
8 Unternehmensbewertung	173
8.1 Discounted-Cashflow-Modell	175
8.1.1 Equity-Verfahren	177
8.1.2 Entity-Verfahren	185
8.1.3 Adjusted-Present-Value (APV)-Verfahren	190
8.1.4 Alternative Verwendung des DCF-Modells	193
8.1.5 Fallbeispiele zum DCF-Verfahren	193
8.2 Multiplikatorenmethode	201
8.2.1 Faires Kurs-Gewinn-Verhältnis	203
8.2.2 Faires Kurs-Buchwert-Verhältnis	223
8.2.3 Faires EV / Sales-Verhältnis	233
8.2.4 Faires EV / EBIT-Verhältnis	238
8.2.5 Mathematik der Multiplikatoren	240
8.2.6 Liquidationsansatz	241
8.3 Jahresabschlussbereinigung	243
8.3.1 Pro-forma-Abschlüsse und Sondereffekte	246
8.4 Zusammenfassung der Bewertungsmethoden	248
Fazit zu Kapitel 8	250
9 Value Investing	251
9.1 Ansatz der Margin of Safety	253
9.2 Value-Investing-Strategien	255
9.2.1 Qualitätsinvestments	255
9.2.2 Zigarettenstummel	258
9.2.3 Net-Nets / Liquidationssicht	259
9.3 Auffinden von Investitionsmöglichkeiten	260
9.4 Portfoliomanagement	264
9.4.1 Diversifikation	264
9.4.2 Risiko	265
9.4.3 Liquidität	267

9.5	Kaufen und Verkaufen: Anlagehorizont	268
9.6	Behavioral finance	270
9.7	Schlusswort	272
	Fazit zu Kapitel 9	273
	Stichwortverzeichnis	275

**beck-shop.de**
DIE FACHBUCHHANDLUNG