

Unternehmensbewertung & Kennzahlenanalyse

Praxisnahe Einführung mit zahlreichen Fallbeispielen börsennotierter Unternehmen

VON
Nicolas Schmidlin

2., überarbeitete Auflage

Unternehmensbewertung & Kennzahlenanalyse – Schmidlin

schnell und portofrei erhältlich bei beck-shop.de DIE FACHBUCHHANDLUNG

Thematische Gliederung:

Finanzwirtschaft, Banken, Börse – Corporate Finance, Banken und Kapitalmarkt – Buchführung und Bilanzierung – Investition und Finanzierung

Verlag Franz Vahlen München 2013

Verlag Franz Vahlen im Internet:

www.vahlen.de

ISBN 978 3 8006 4564 0

Unternehmensbewertung & Kennzahlenanalyse

Praxisnahe Einführung
mit zahlreichen Fallbeispielen
börsennotierter Unternehmen

von

Nicolas Schmidlin

2., überarbeitete Auflage

Verlag Franz Vahlen München

Nicolas Schmidlin, geboren 1988, gründete bereits im Alter von 20 Jahren zusammen mit Marc Profitlich eine Personengesellschaft, die langfristig in Aktien und Anleihen nach den Grundsätzen des Value Investings investiert. Nach dem Studium der Wirtschaftswissenschaften an der Goethe-Universität Frankfurt studierte er im Masterprogramm Investment Management an der Cass Business School in London. Weitere Praxiserfahrungen sammelte er im Investmentbanking und Aktienresearch sowie im Investment Advisory für institutionelle Investoren in London und Frankfurt.

ISBN 978 3 8006 4564 0

© 2013 Verlag Franz Vahlen GmbH, Wilhelmstr. 9, 80801 München
Satz: EDV-Beratung Frank Herweg, Hirschberg
Druck und Bindung: Druckhaus Nomos
In den Lissen 12, 76547 Sinzheim
Umschlaggestaltung: Ralph Zimmermann – Bureau Parapluie
Bildnachweis: © tom - fotolia.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. Ein besonderer Dank gilt Ann-Katrin Göpfert. In der 18-monatigen Entstehungsgeschichte dieses Buches waren mir viele Personen bei der Korrektur des Manuskriptes behilflich, darunter möchte ich – ohne spezielle Reihenfolge – besonders danken: Rabab Flaga, Carl-Christoph Friedrich, Julian Gruber, Dirk Heizmann, Markus Herrmann, Dominik Hügler, Thomas Junghanns, Fabian Kaske, Sven Kluitman, Lars Markull, Lukas Mergele, Simon Vogt und Philipp Vorndran. Ein spezieller Dank gilt meinen Eltern für die bedingungslose Unterstützung sowie S.B.

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.

Vorwort

Werden Sie ein Unternehmer!

Manchmal ist es schon 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 werden, 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 wähen, 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 3,9 Millionen deutschen Aktionären – gemäß Analysen des deutschen Aktieninstituts – drei Viertel 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. 5 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 Euros, andererseits die fulminante Entwicklung der Schwellenländer, die vielen Investoren klar gemacht 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 benchmarknahen Aktienfonds. Wurde im Jahr 2000 an der Xetra noch ein ETF-Volumen von 0,4 Mrd. Euro gehandelt, so waren es Ende 2009 über 120 Mrd. Euro. Wurden im Jahr 2000 ganze 2 ETFs gehandelt, so waren es 2010 über 600

– 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 aber 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 mit jedem neuen 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 alleine 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
Würzburg

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Einleitung	XV
Einleitung zur zweiten 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	5
1.1.2 Begrenzte Aussagekraft von Abschlüssen	7
1.1.3 Besonderheiten der Finanzbranche	8
1.2 Aufbau und Struktur von Jahresabschlüssen	9
1.2.1 Gewinn- und Verlustrechnung	9
1.2.2 Aufwandsquoten im Gesamtkostenverfahren	11
1.2.3 Aufwandsquoten im Umsatzkostenverfahren	14
1.2.4 Bilanz	16
1.2.5 Cashflowrechnung	21
1.2.6 Eigenkapitalveränderungsrechnung	32
1.2.7 Anhang	32
2. Kennzahlen zu Ertrag und Rentabilität	37
2.1 Eigenkapitalrendite	38
2.2 Umsatzrendite	42
2.3 EBIT/EBITDA-Marge	44
2.4 Kapitalumschlag	45
2.5 Gesamtkapitalrendite	46
2.6 Return on Capital Employed	47
2.7 Umsatzverdienstrate	49
3. Kennzahlen zur finanziellen Stabilität	51
3.1 Eigenkapitalquote	51
3.2 Gearing	54
3.3 Dynamischer Verschuldungsgrad	56
3.4 Net Debt/EBITDA	59
3.5 Sachinvestitionsquote	60
3.6 Anlagenabnutzungsgrad	63
3.7 Wachstumsquote	64
3.8 Cash-Burn-Rate	65
3.9 Umlauf- und Anlageintensität	66
3.10 Anlagendeckungsgrad I und II	68
3.11 Goodwill-Anteil	69

4. Kennzahlen zum Working Capital Management	71
4.1 Debitoren- und Kreditorenlaufzeit	72
4.2 Liquidität 1. Grades	74
4.3 Liquidität 2. Grades	76
4.4 Liquidität 3. Grades/WC-Quote	76
4.5 Vorratsintensität	78
4.6 Umschlagshäufigkeit der Vorräte	79
4.7 Geldumschlag	80
4.8 Kennzahlen zum Auftragseingang und -bestand	81
5. Analyse des Geschäftsmodells	85
5.1 Kompetenzbereich	87
5.2 Charakteristika	87
5.3 Rahmenbedingungen	90
5.4 Informationsbeschaffung	91
5.5 Branchenstrukturanalyse	92
5.6 SWOT-Analyse	94
5.7 BCG-Analyse	95
5.8 Wettbewerbsstrategie	99
5.9 Management	100
6. Ausschüttungspolitik	103
6.1 Dividende	103
6.2 Aktienrückkäufe	105
6.3 Schlussfolgerung	109
7. Bewertungskennzahlen	111
7.1 Kurs-Gewinn-Verhältnis	112
7.2 Kurs-Buchwert-Verhältnis	119
7.3 Kurs-Cashflow-Verhältnis	125
7.4 Kurs-Umsatz-Verhältnis	126
7.5 Enterprise-Value-Ansatz	128
7.6 EV/EBITDA	133
7.7 EV/EBIT	137
7.8 EV/FCF	140
7.9 EV/Sales	141
8. Unternehmensbewertung	143
8.1 Discounted-Cashflow-Modell	145
8.1.1 Equity-Verfahren	147
8.1.2 Entity-Verfahren	155
8.1.3 Adjusted-Present-Value (APV)-Verfahren	160
8.1.4 Operativer und finanzieller Hebel	162
8.1.5 Alternative Verwendung des DCF-Modells	168
8.1.6 Fallbeispiele zum DCF-Verfahren	169

8.2	Multiplikatorenmethode	174
8.2.1	Faires Kurs-Gewinn-Verhältnis	176
8.2.2	Faires Kurs-Buchwert-Verhältnis	191
8.2.3	Faires Kurs-Umsatz-Verhältnis	205
8.2.4	Faires Enterprise Value-EBIT-Verhältnis	207
8.2.5	Mathematik der Multiplikatoren	210
8.2.6	Liquidationsansatz	211
8.3	Jahresabschlussbereinigung	213
8.3.1	Pro-forma-Abschlüsse und Sondereffekte	216
8.4	Zusammenfassung der Bewertungsmethoden	217
9.	Value Investing	221
9.1	Ansatz der Margin of Safety	223
9.2	Value-Investing-Strategien	224
9.2.1	Qualitätsinvestments	225
9.2.2	Zigarettenstummel	225
9.2.3	Net-Nets/Liquidationssicht	226
9.3	Auffinden von Investitionsmöglichkeiten	226
9.4	Portfoliomanagement	229
9.4.1	Diversifikation	230
9.4.2	Risiko	231
9.4.3	Liquidität	231
9.5	Kaufen und Verkaufen: Anlagehorizont	232
9.6	Schlusswort	234
	Stichwortverzeichnis	237