

Risk comes from not knowing what you are doing

Unternehmensbewertung & Kennzahlenanalyse



Ist eine Aktie fair bewertet? Wie sind die Zukunftsperspektiven und Kennzahlen eines Unternehmens einzuschätzen? Wie können die Bewertungsmethoden in der Praxis angewendet werden? Die RiskNET-Redaktion will ein wenig Licht in den Nebel der Methodenvielfalt der Unternehmensbewertung bringen und hat Nicolas Schmidlin zur Bilanzanalyse und Unternehmensbewertung befragt. Nicolas Schmidlin gründete im Alter von 20 Jahren zusammen mit Marc Profitlich eine Investmentpartnerschaft, die langfristig in Aktien und Anleihen nach den Grundsätzen des Value Investing investiert.

>> Wie kamen Sie zu der Idee, ein eigenes Fachbuch zu schreiben?

Nicolas Schmidlin: Ich war mit der bestehenden Literatur unzufrieden: zu abstrakt, zu viel Theorie und letztendlich auch ein übermäßig trockener Stil. Das lässt dieses an sich dynamische und spannende Feld der Wirtschaft schnell in einem falschen Licht erscheinen. Da es insbesondere in der deutschen Literatur wenige wirklich praxisnahe Bücher gibt, habe ich mich, anfangs sicher mit einer gewissen Naivität, selbst daran gemacht, ein Buch zu diesem Thema zu

verfassen.

>> Sie meinen wegen der anfänglichen Eigenvermarktung?

Nicolas Schmidlin: Die Vermarktung machte mir weniger Sorgen, da ich realistischer Weise nicht annehmen konnte, dass das Buch auch kommerziell ein Erfolg werden würde. Vielmehr habe ich das tatsächliche Arbeitspensum unterschätzt, das mit dem Schreiben eines Buches, aber vor allem mit der Korrektur anfällt. Aber vielleicht ist eine gewisse naive Herangehensweise auch hilfreich, um neue Wege einzuschlagen und sich von größeren Aufgaben nicht abschrecken zu lassen.

>> Inzwischen ist Ihr Buch im Bereich Unternehmensbewertungen ein Bestseller. Was ist das Geheimnis des Erfolgs?

Nicolas Schmidlin: Ich denke zum einen liegt der Erfolg daran, dass das Buch die Theorie der Unternehmensbewertung anschaulich mit dem Anlegeralltag, nämlich der tatsächlichen Analyse von Unternehmen und der Anlage in Aktien, verbindet. Hier zeigt sich der große Vorteil der zahlreichen Fallbeispiele im Buch - jede Kennzahl kann unterschiedlich interpretiert werden und nicht jede Bewertungsmethode ist auf alle Unternehmen in der Praxis anwendbar. Zum anderen macht das Buch dabei aber auch keine leeren Versprechungen: Börsenbücher die plötzlichen Reichtum versprechen gibt es schon zu viele. Ich gebe dem Leser mit dem Buch lieber ein umfangreiches Rahmenwerk mit, um künftige Anlagen systematisch zu analysieren und Analysteneinschätzungen zu hinterfragen.

>> Sie vertreten die Auffassung, der Bewertungs- und Investitionsprozess sei mehr eine Kunst als eine Wissenschaft.

Was meinen Sie damit?

Nicolas Schmidlin: Am Ende des Bewertungsprozesses steht kein fixer Wert, sondern ein Bereich, in dem sich der faire Wert einer Unternehmung befindet. Dies liegt einfach daran, dass in den Bewertungsprozess neben Kennzahlen auch weiche Faktoren wie das Management und die Produktqualität einfließen. Eine einzige Formel kann das nicht widerspiegeln. Ich denke, dies ist die elementarste Botschaft, die mein Buch vermittelt: Unternehmensbewertung besteht aus dem gewissenhaften Analysieren und Verstehen eines Unternehmens – und nicht aus dem Einsetzen von Zahlen in eine Formel.

>> Der Wert eines Unternehmens wird im Wesentlichen durch die zukünftigen Chancen und Risiken bestimmt. Ein Blick in die Welt der Unternehmensbewertung zeigt jedoch, dass beispielsweise Risiko auf eine einzige Größe, den Beta-Faktor, reduziert wird. Wird damit die Komplexität der Bewertung von Unternehmen nicht massiv trivialisiert?

Nicolas Schmidlin: Definitiv – in meinem Buch werden Sie auch in keiner Formel den Beta-Faktor wiederfinden. Aus meiner Sicht ist das Beta ein rein akademisches Hilfsmittel, um das Risiko in einer einzigen Zahl auszudrücken, was aber doch gar nicht möglich sein kann. Mein Lösungsansatz ist hierzu, zuallererst festzustellen, ob man das Geschäftsmodell überhaupt selbst valide einschätzen kann. Darauf folgt eine Analyse der quantitativen, aber auch qualitativen Risikofaktoren. In der zweiten Auflage habe ich darüber hinaus eine alternative Methode zur Bestimmung des Diskontierungsfaktors eingeführt, woraus ein "Fundamentales Beta" abgeleitet werden kann. Es setzt sich aus den fixen operativen Kosten, dem operativen Hebel, der Zinsbelastung, dem finanziellen Hebel, sowie der Schwankungsanfälligkeit der Umsätze

zusammen und gibt ein Risikomaß wieder, das näher an der Wahrheit ist als dem rein aus Börsenkursen gewonnen traditionellen Beta.

>> Die in der Unternehmensbewertung etablierten Methoden basieren im Wesentlichen auf Theorien, die von vollkommenen Kapitalmärkten ausgehen. Hier sei beispielsweise auf das Capital-Asset-Pricing-Modell (CAPM) verwiesen. Nun wissen wir aber seit langer Zeit, dass Kapitalmärkte alles andere als effizient sind. Erfordert ein Verzicht auf die Fiktion vollkommener Märkte nicht die konsequente Berücksichtigung private und individueller Präferenzen (bspw. über Risiken)?

Nicolas Schmidlin: Die Akademiker müssen zwangsweise effiziente Märkte postulieren, da ansonsten rein mathematische Modelle versagen. Es ist aber geradezu erschreckend, wie wenig die Theorie aus der jüngsten Krise gelernt hat, es wird einfach so weitergemacht wie zuvor. Mein Buch geht an dieser Stelle einen ehrlicheren Weg: Nicht jedes Unternehmen kann von jedem Investor plausibel bewertet werden und eine realistische Bewertung lässt neben den nackten Zahlen auf qualitative Faktoren einfließen. Dies ist nicht zuletzt notwendig, da sich ja auch Bilanzkennzahlen identischer Unternehmen aufgrund von Bilanzierungsstandards und Wahlrechten deutlich unterscheiden können. Ein rein zahlenbasierter Ansatz ist also aus mehreren Gründen nicht zielführend. Warren Buffett fasste dies in seinem Satz "Risk comes from not knowing what you are doing" prägnant zusammen.

>> Ist es plausibel, dass gemäß CAPM für die Berechnung der erwarteten Rendite und damit des Beta-Faktors nur systematische Risiken erfasst werden? Diese werden zudem auf historischen (!) Kursentwicklungen an der Börse

abgeleitet. Dies unterstellt, dass der Kapitalmarkt über die Risikosituation eines Unternehmens mindestens so gut informiert ist wie das Unternehmen selbst.

Nicolas Schmidlin: Allein schon die Ableitung systematischer Risiken aus den historischen Kursen lässt die Aussagekraft des CAPM bezweifeln. Man stelle sich einmal vor, jeder würde so vorgehen: Niemand bewertet noch die Unternehmen an sich, sondern orientiert sich einzig und allein an der bisherigen Kursentwicklung. Ich plädiere dafür, sich wieder mit den Unternehmen, den Produkten, Absatzmärkten und dem Management auseinanderzusetzen. Die größte Schwäche des CAPM sehe ich aber in der Konzentrierung auf das systematische Risiko. In Kürze argumentiert die Theorie, dass jeder Investor ein vollständig diversifiziertes Portfolio hält und daher unsystematische Risiken irrelevant werden. Die Finanzkrise hat diesen Fehler schonungslos offengelegt.

Mit Einbruch der Krise nahm die Korrelation zwischen nahezu fast allen Assetklassen dramatisch zu, wodurch der Diversifizierungseffekt obsolet wird. Gerade in der heutigen globalisierten und verflochtenen Welt sollten Kapitalkosten auch unsystematische Risiken reflektieren. Daneben basiert das CAPM noch auf weiteren Vereinfachungen, wie beispielsweise der Annahme normalverteilten Renditen, was ja nun nachweislich nicht mit der Realität übereinstimmt – extrem Schwankungen, insbesondere negative, treten weitaus Häufiger und in Abhängigkeit von einander auf, als angenommen.

>> Warum werden die internen Risikoinformationen nicht stärker im Rahmen der Unternehmensbewertung berücksichtigt, beispielsweise mit Hilfe einer risikodeckungsorientierten Kapitalkostenbestimmung. Die

Werkzeuge des Risikomanagements bieten hierfür etablierte Instrumente, die jedoch in der Welt der Unternehmensbewertung noch nicht angekommen sind.

Nicolas Schmidlin: Ich denke diese Methoden sind bisher den wenigsten Marktteilnehmern bekannt. Meiner Meinung nach kann der Einsatz von Value-at-Risk-Methoden sinnvoll sein, das Risiko zu quantifizieren. Aber auch hier ist durch die statistischen Annahmen letztendlich eine Grenze der Aussagefähigkeit gegeben. Letztendlich zählt die Symbiose aus beiden, quantitativen und qualitativen Faktoren, um ein Bild über das tatsächliche Risiko eines Unternehmens abzuleiten.

>> Sie unterstellen einen Anlegertyp, der ein Unternehmen sorgfältig analysiert, dann Aktien erwirbt und hält, weil er an den langfristigen Erfolg des Unternehmens glaubt. Wird heute an den Börsen nicht nur noch gezockt?

Nicolas Schmidlin: Für langfristig orientierte Anleger mit einem Fokus auf die fundamentale Unternehmensanalyse kann es kaum ein besseres Umfeld geben: kurzfristig schwanken die Märkte oft zwischen Gier und Angst, daraus resultieren temporäre Über- und Unterbewertungen, genau diese gilt es als Investor zu identifizieren und zu nutzen. Die Börse gibt dem Anleger somit gerade wegen der regelmäßigen Über- und Untertreibungen die Chance zu profitieren. Wichtig ist, dass sich Anleger vom Markt nicht aus der Ruhe bringen lassen. Sie würden sich ja auch nicht plötzlich ärmer fühlen, nur weil ihnen morgen jemand einen geringen Preis für ihre Immobilie oder ihr Auto bieten würde. Mein Buch will diesen Gedanken herausstellen: Aktien sollen als Anteil an einem realen Unternehmen, mit realen Produkten, Mitarbeitern und Zahlungsströmen wahrgenommen werden – und nicht als Kurs auf einem Bildschirm, der sekundlich in eine andere

Richtung zuckt. Langfristig konvergieren die Börsenbewertung und der reale Wert eines Unternehmens und deshalb sollte dies auch der Anlagehorizont eines jeden Investors sein.



Nicolas Schmidlin, geboren 1988, gründete bereits im Alter von 20 Jahren zusammen mit Marc Profitlich eine Investmentpartnerschaft, die langfristig in Aktien und Anleihen nach den Grundsätzen des Value Investing 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 Praxiserfahrung sammelte er im Investmentbanking und der Vermögensverwaltung sowie im Investment Advisory für institutionelle Investoren in London und Frankfurt.

Buchbesprechung



Nicolas Schmidlin: Unternehmensbewertung & Kennzahlenanalyse: Praxisnahe Einführung mit zahlreichen Fallbeispielen börsennotierter Unternehmen

2. überarbeitete Auflage, Vahlen Verlag, München 2013, 238 Seiten, 24,90 Euro, ISBN 978-3-8006-4564-0.

Publikationen rund um die Themen Unternehmensbewertung sowie Kennzahlenanalyse gibt es wie Sand am Meer. Vielfach rezipieren jedoch viele Autoren bedenken- und gedankenlos die aus dem angelsächsischen Raum stammenden "Praktikerverfahren", welche vermeintlich einen weltweiten Standard darstellen.

Das Buch von Nicolas Schmidlin sticht in der Masse der Unternehmensbewertungs-Literatur positiv hervor, da er weitgehend auf komplizierte Modelle aus der Theorie verzichtet und vielmehr einen praxisorientierten Leitfaden geschrieben hat.

Allgemein befasst sich die Unternehmensbewertung mit der Ermittlung des fairen Unternehmenswertes. Allerdings ist der objektive Wert eines Unternehmens nicht objektiv feststehend, sondern vielmehr stets ein Kompromiss verschiedener Bewertungsverfahren, die auf einen bestimmten fairen Unternehmenswert deuten.

In der marktorientierten Bewertungslehre kommen vornehmlich die sogenannten Discounted Cash Flow-Verfahren zum Einsatz. Es baut dabei auf dem finanzmathematischen Konzept der Abzinsung (discounting) von Zahlungsströmen (cash flow) zur Ermittlung des Kapitalwerts des Unternehmens auf. Der Unternehmenswert bestimmt sich durch die zukünftigen Free-Cashflows eines Unternehmens, also dem Betrag, den der Eigentümer des Unternehmens Jahr für Jahr aus dem Unternehmen an überschüssigen Zahlungsströmen entnehmen könnte, ohne es dadurch zu beeinträchtigen. Um den Zeitwert des Geldes und vor allem dem Unternehmensrisiko gerecht zu werden, müssen die erwarteten Cashflows mit einem risikoadjustierten Zinssatz abgezinst werden.

Die kapitalmarktorientierten Modelle basieren in der Regel auf dem Capital-Asset-Pricing-Modell (CAPM). Hierbei werden historische Aktienkurse zur Ableitung des Beta-Faktors als Risikomaß verwendet. Die Anwendung des CAPMs und die Betrachtung lediglich aus historischen Daten abgeleiteter systematischer Risiken, erfasst durch den Proxi des Betafaktors, führt zu einer systematischen Unterschätzung der Bedeutung einer fundierten Risikoanalyse und des Abwägens erwarteter Erträge und Risiken.

Heute ist bekannt, dass – basierend auf CAPM – "Aktienbewertungen" und "Unternehmensbewertungen" nur unter den restriktiven Prämissen eines vollkommenen Kapitalmarkts und speziell einer perfekten Korrelation zwischen Aktienrenditen und künftigen Cashflows

übereinstimmen. Daher gilt in der Welt der Wissenschaft das "Markowitz-Paradigma" (CAPM) als veraltet, da es beispielsweise nur eine Anlageperiode betrachtet, ein empirisch widerlegtes Marktgleichgewicht annimmt, auf quadratische Nutzenfunktion beschränkt ist und den Zusammenhang von Investition und Konsum vernachlässigt.

Nicolas Schmidlin schlägt daher in seinem Buch einen alternativen und praxisorientierten Weg jenseits des Postulats effizienter Märkte vor. Die geforderten Eigenkapitalkosten werden auf Basis einer qualitativen Methode durch Verrechnung von risikofreiem Zins und einem adäquaten Risikoaufschlag berechnet. Der Risikoaufschlag bestimmt sich nach dem spezifischen Risiko des betrachteten Unternehmens.

Das Buch gliedert sich in 9 Kapitel. Die ersten vier Kapitel setzen sich insbesondere mit den Grundlagen der Bilanzierung und Bilanzanalyse sowie Kennzahlen zu Ertrag und Rentabilität, zur finanziellen Stabilität sowie zum Working Capital Management auseinander. Das Geschäftsmodell beschreibt die Erfolgsfaktoren eines Unternehmens. Es bündelt die qualitativen Merkmale einer Unternehmung. Herausragende Kennzahlen sind im Umkehrschluss stets die Folge eines guten Geschäftsmodells. In Kapitel 5 werden die Methoden zur Analyse eines Geschäftsmodells vorgestellt. Die Analyse zielt darauf ab, Alleinstellungsmerkmale und Wettbewerbsvorteile zu identifizieren. Das Kapitel basiert im Kern auf den Anlageprinzipien des US-amerikanischen Großinvestor Warren Buffet: "Wir investieren nur in ein Unternehmen, wenn wir (1) die Geschäfte verstehen, (2) die langfristigen Aussichten des Unternehmens gut sind (bewiesene Ertragskraft, gute Erträge auf das investierte Kapital, keine oder nur geringe Verschuldung, attraktives Geschäft), (3) das Unternehmen von kompetenten und ehrlichen Managern geleitet wird und (4) sehr attraktiv bewertet ist." Autor Nicolas Schmidlin weist darauf hin, dass in der Analyse des Geschäftsmodells die

wahre Kunst der Unternehmensbewertung steckt. Das anschließende Kapitel 6 setzt sich mit der Ausschüttungspolitik eines Unternehmens auseinander. Der Free-Cashflow kann beispielsweise dafür verwendet werden, Kredite zu tilgen, Übernahmen durchzuführen, aber auch als Dividende oder Aktienrückkauf an die Anteilseigner ausgeschüttet zu werden. Eine weitere Alternative besteht im Einbehalten der Gewinne, um ein Cash-Polster aufzubauen. Kapitel 7 skizziert die wesentlichen Bewertungskennzahlen für die Praxis, beispielsweise Kurs-Gewinn-Verhältnis, Kurs-Buchwert-Verhältnis, EV/EBITDA etc. Auf rund 80 Seiten werden in Kapitel 8 die wesentlichen Methoden zur Unternehmensbewertung beschrieben. Das abschließende Kapitel 9 wird eine Brücke zwischen der Bewertungstheorie und der Praxis an der Börse geschlossen. So werden hier die wesentlichen Strategien eines wertorientierten Investierens ("Value Investing") vorgestellt. Value Investing besteht im Kern in der Ausnutzung von Preisdifferenzen zwischen dem aktuell gehandelten Aktienpreis und dem nach eingehender Analyse erhaltenen fairen Wert. Sofern diese Preisdifferenz die geforderte Sicherheitsmarge übersteigt, sollte eine Investition getätigt werden. Die für diese Analyse erforderlichen Werkzeuge lernt der Leser im Praktikerbuch von Nicolas Schmidlin kennen und anwenden.

Fazit: Das Buch bietet eine durchgehend praxisorientierte und didaktisch hervorragend aufbereitete Einführung in die Welt der Unternehmensbewertung. Dabei verzichtet der Autor auf jeglichen überflüssigen und theoretischen Ballast und konzentriert sich auf die erforderlichen Analysewerkzeuge eines Praktikers. Äußerst hilfreich sind hierbei auch die mehr als 100 Fallbeispiele aus der Praxis.

Autor der Rezension: [Frank Romeike](#)

Wertung:   [bestellen](#)

[Bildquelle: © peshkova - Fotolia.com]