

I. Vorwort

- a) Verfasser
- b) Disclaimer
- c) Anlässe einer Unternehmensbewertung
- d) Hintergründe zur Aktienbewertung
- e) Eine persönliche Sichtweise
- f) Investitionsphilosophien
- g) Der Effekt von Krisen
- h) Datenflut
- i) Markteffizienz und Betastrategie
- j) Grundkenntnisse
- k) Vorschlag eines Bewertungsmodells
- l) Grenzen nur eines Bewertungsmodells

Today people who hold cash equivalents feel comfortable. They shouldn't.

They have opted for a terrible long-term asset, one that pays virtually nothing and is certain to depreciate in value.

- Warren Buffet -

Vier G zum Erfolg:

1) *Geld und zwar eigenes, kein geliehenes*

2) *Gedanken, die eigenen und nicht die irgendwelcher Börsenexperten*

3) *Geduld, denn an der Börse zählt: $2 + 2 = 5 - 1$*

4) *Glück, das leider nicht jeder hat*

- André Kostolany -

Unternehmensbewertung ist keine Wissenschaft, vielmehr „*common sense*“.

Ein großer Denkfehler beim Investieren: „*They must know something that I do not*“

- Aswath Damodaran -

I. Vorwort

a) Verfasser

Mein Name ist Rolf Brass. 1969 wurde ich in Köln geboren. Seit 1999 lebe ich nach verschiedenen Auslandsaufenthalten in Hamburg. Die ursprüngliche Fassung der vorliegenden Unterlage entstand vor vielen Jahren für eine Vortragsveranstaltung. Mittlerweile taugen die sukzessiv zusammengetragenen Inhalte als Ausbildungsreihe, die ich u.A. später einmal meiner Tochter anbiete. So möchte ich sie in die Lage versetzen, eigenverantwortlich Investitionsentscheidungen zu treffen.

Seit meinem beruflichen Einstieg im Jahre 1989 bei der Investitions- und Beteiligungsgesellschaft der damals noch existierenden LTU-Gruppe, habe ich es mit der Beurteilung von Investitionen zu tun. Auf Seiten der Industrie, im Controlling eines DAX-Unternehmens, als M&A Berater einer Privatbank und seit 2005 in unabhängiger Partnerschaft mit zwei Geschäftsführerkollegen, mit denen ich zuvor die Corporate Finance Beratung im Hause der Berenberg Bank verantwortete, bewerte ich seit Mitte der 90er Jahre Unternehmen und Projekte aus finanzieller Sicht. Die Unterlage trägt relevantes Wissen zusammen und gibt Erfahrungen weiter, die zur Bewertung von börsennotierten Unternehmen verwendet werden können.

Für mein frei verfügbares Einkommen achtete ich stets auf sinnvolle Anlagemöglichkeiten, war Anfangs jedoch auf den Rat und die Anlageentscheidung Dritter angewiesen. Von der Aktie als Anlageklasse war ich stets überzeugt, obwohl ich damit im besonderen Maße Geld verlor. Nach einem MBA-Studium in Australien zur Jahrtausendwende investierte ich zum Wiedereintritt in die Berufswelt für meine Verhältnisse hohe Summen und erlebte zunächst, wie schnell die Werte von Aktiendepots in die Höhe schnellen können. 10 Monate später platzte die „dot-com“-Blase und wie viele der „erfahrenen“ Banker um mich herum verpasste ich einen rechtzeitigen Ausstieg. Eine zweite wesentliche Investitionsphase wurde mir 2007 nach den ersten beiden erfolgreichen Jahren in der Selbständigkeit ermöglicht. In Folge der Finanzkrise 2008 verlor mein mühsam aufgebautes Portfolio ca. 20% gegenüber dem Höchststand. Demnach erwischte ich zwei historisch extrem ungünstige Zeitpunkte zum Einstieg. Dennoch blicke ich auf eine kumuliert sehr positive Rendite meiner Aktienengagements zurück und ich kam gelassen durch die Corona-Krise.

So wünsche ich allen Interessierten und meiner Tochter einen deutlich besseren Start beim Einsatz des nachfolgend beschriebenen Handwerks. Die Bewertung von Unternehmen ist keine Wissenschaft und schon gar nicht Bankern oder Wirtschaftsprüfern vorbehalten. Vieles ist „common sense“ und mit gesundem Menschenverstand zu greifen, sofern etwas kaufmännisches Rüstzeug vorhanden ist. Die Unterlage erläutert die erforderlichen Schrittfolgen und bietet konkrete Vorgehensweisen an. Die Kosten der notwendigen Informationsbeschaffung wurden durch die Digitalisierung und durch KI erheblich reduziert. Mit etwas Übung kann das notwendige Vertrauen zur Anlage in Aktien aufgebaut werden. Bei anfänglichen Fehlentscheidungen möchte ich auf eine sehr bedeutende Aufforderung des amerikanischen Glücksforschers Tal Ben-Shahar hinweisen: „Learn to fail, do not fail to learn!“

I. Vorwort

b) Disclaimer

*Verwendung in der
eigenen Verantwortung*

Die vorliegende Unterlage trägt relevantes Wissen sowie persönliche Erfahrungen zusammen und dient dem Leser ausschließlich als unverbindliche Information. Sämtliche Ausführungen beruhen auf dem zum Zeitpunkt der Erstellung bestehenden Kenntnisstand, wobei gerade der intrinsische Bewertungsansatz zeitlos erscheint und mit seiner mathematischen Logik keinem Zeitgeist unterliegt. Gleichwohl können sich einzelne Sichtweisen in der Zukunft ändern und während auf größtmögliche Sorgfalt geachtet wurde, wird eine Gewähr für die Richtigkeit, Genauigkeit und inhaltliche Vollständigkeit der Angaben in diesem Dokument nicht übernommen.

Die Ausführungen dienen rein illustrativen Zwecken. Weder der Verfasser noch die Pestlin & Co. Corporate Finance GmbH & Co. KG (nachfolgend „PESTLIN & Co.“) übernehmen gegenüber dem Leser irgendeine Verpflichtung. Weder der Verfasser noch PESTLIN & Co. geben explizit oder implizit eine Garantie oder Zusicherung auf die Richtigkeit oder Angemessenheit der in dieser Unterlage beschriebenen Sachverhalte oder Empfehlungen ab und übernehmen keine Verpflichtungen für eventuelle Schäden, Verluste oder Kosten im Zusammenhang mit möglichen Fehlern oder Auslassungen.

Die Unterlage befindet sich in fortlaufender Überarbeitung. Einzelne Passagen oder die Ausarbeitung im Ganzen können jederzeit redigiert, erweitert oder zurückgenommen werden.

Die Unterlage soll anregen, die professionelle Bewertung von Unternehmen zu verstehen und zu lernen. Das vorgestellte Handwerk kann den Anwender in die Lage versetzen, den Wert einer Aktie aus fundamentaler Sicht zu beurteilen, mindestens in die Lage versetzen, die richtigen Fragen zu stellen. Neben dem inneren Wert einer Aktie kann beispielsweise herausgearbeitet werden, welches Umsatzwachstum und/oder welche EBIT-Margen zukünftig notwendig sind, um den bestehenden Aktienkurs zu rechtfertigen. Für mögliche Schlussfolgerungen wird keinerlei Haftung übernommen.

Die Auswahl und der Einsatz von Bewertungsmodellen liegt wie eine Investitionsentscheidung stets in der eigenen Verantwortung. Die Eigenverantwortung sollte im Vordergrund stehen, sich mit dem nachfolgend beschriebenen Handwerk zu befassen.

c) Anlässe einer Unternehmensbewertung

- Die Anlässe zur Durchführung einer Unternehmensbewertung sind sehr unterschiedlich:
 - Kauf oder Verkauf von Unternehmen / Beteiligungen / Aktien
 - Fusionen und Börsengänge
 - Zuführung von Eigen- oder Fremdkapital
 - Im Rahmen handels- oder steuerrechtlicher Rechnungslegung (Marktwertermittlung, Kaufpreisallokationen, etc.)
 - Im Rahmen gesellschaftsrechtlicher Regelungen (Unternehmensverträge, Abfindungen, etc.)
- Entscheidend ist ferner, aus welcher Funktion heraus eine Unternehmensbewertung durchgeführt wird. Diese kann neutral oder interessengesteuert sein.
- Ein Unternehmenswert ist vom Auge des Betrachters und seiner Risikoneigung abhängig. Ein vermögender und gut diversifizierter Investor kann grundsätzlich höher bewerten als ein nicht diversifizierter Investor, der einen wesentlichen Teil seines Vermögens investiert.
- Den einen objektiven Unternehmenswert gibt es nicht. Das Ergebnis einer Unternehmensbewertung hängt von der Einschätzung zukünftiger Ereignisse ab. Da die Zukunft ungewiss ist, ergibt sich eine Chance, die – besonnen berechnet - verantwortungsvoll genutzt werden kann.
- Gegenüber Unternehmensbewertungen per DCF-Modell kritisch eingestellte Investoren halten der Methodik vor, dass Modelle dieser Art auf Annahmen über die Zukunft beruhen und diese zu unsicher seien, um Investitionsentscheidungen zu treffen. In der Tat ist der Eintritt von Prognosen unsicher und es kann immer nur ein „best guess“ vorgenommen werden. Entscheidend ist hingegen die Erkenntnis, dass die Planungsprämissen nicht eintreffen müssen. Um mit Aktien Geld zu verdienen, müssen die getroffenen Annahmen nur weniger falsch sein, als der Kapitalmarkt diese Prämissen (implizit) einpreist und dies - früher oder später - korrigiert. Dieser Zusammenhang ist vielfach unverstanden oder nicht bekannt.

d) Hintergründe zur Aktienbewertung

Niemals zuvor machte es für den privaten Vermögensaufbau mehr Sinn, intrinsische Unternehmensbewertung zur Beurteilung von Aktien heranzuziehen. Warum ist das so?

1. Der Wissensvorsprung von Banken und professionellen Analysten ist schon lange durch öffentlich verfügbare Daten und durch Regulierungsvorschriften verloren gegangen. Börsennotierten Unternehmen müssen kursrelevante Informationen veröffentlichen, eine exklusive Weitergabe ist strafbar. Am Verhalten der Insider hat sich viel geändert.
2. Die Digitalisierung bietet effiziente Datenquellen auch und gerade für Privatinvestoren. Künstliche Intelligenz hat die Datenbeschaffung revolutioniert. Gleichzeitig entwickelt sich besonders im Internet ein Überfluss an unqualifizierten Empfehlungen und Angeboten zur Identifikation unterbewerteter Aktien oder Finanzprodukte.
3. Seit Einführung von „Mifid II“ müssen Banken (EU) in Folge der Finanzkrise ihre „Research“-Leistung separat abrechnen. Diese Leistung wird am Markt nicht ausreichend honoriert. Im Ergebnis werden ganze Kapitalmarktsegmente weniger professionell analysiert. Insbesondere der Markt für kleine und mittelgroße Titel wird „ineffizient“ und damit chancenreicher.
4. Der Anteil des passiven Investierens nimmt zu. Aktien werden gekauft und verkauft, nur weil diese Teil eines Index sind oder weil Computerprogramme handeln. Dies verstärkt Kursausschläge und bietet Chancen für Investoren, die rechnen können.
5. Viele Manager, die für hohe Anlagesummen Investitionsentscheidungen treffen, werden am kurzfristigen Erfolg gemessen. Der „Quartalskapitalismus“ lässt die langfristigen Chancen oftmals liegen oder preist diese günstiger.
6. Aktive Fondsmanager werden zunehmend durch quantitative, rein IT-gesteuerte Investmentansätze ersetzt. Wenn Aktienkurse von statistischen Modellen geprägt werden, lohnt sich die Feststellung, ob und wie weit ein Aktienkurs vom inneren („intrinsischen“) Wert einer Aktie entfernt ist.

I. Vorwort

e) Eine persönliche Sichtweise

*Es reichen bessere Annahmen,
als der Markt implizit einpreist*

Der einzig verantwortliche Umgang mit Investitionsratschlägen – von welcher Seite auch immer - ist die eigene Meinungsbildung und nie zuvor war es für den privaten Anleger lohnenswerter, den eigenen Kopf zu bemühen.

1. Der Verfasser dieser Unterlage ist der Auffassung, dass professionelle Unternehmensbewertungen nicht nur der Finanzindustrie zugänglich sein können. Die Berechnung des inneren Wertes einer Aktie auf Basis einer professionellen Unternehmensbewertung bietet einen „Anker“ für Investitionsentscheidungen.
2. Nach Identifikation und Erwerb einer unterbewerteten Aktie ist Vertrauen und Geduld geboten. Die Erfahrung lehrt eine ausreichend hohe Wahrscheinlichkeit, dass der nach Angebot und Nachfrage geprägte Börsenkurs sich - über kurz oder lang – am inneren Wert einer Aktie orientiert.
3. Dabei werden die in den sogenannten DCF-Modellen getroffenen Prognosen zur Entwicklung von z.B. Umsatz, EBIT, Steuern, Investitionen und schließlich Cashflows niemals exakt eintreffen. Diese Annahmen müssen jedoch nicht eintreffen und es ist sachlogisch, in 100% der Fälle falsch zu liegen. Um mit Aktien Geld zu verdienen, müssen die in den Modellen verwendeten Planungsprämissen nur besser sein, als der Markt diese zum Bewertungsstichtag implizit einpreist. Diese Erkenntnis ist vielfach nicht vorhanden.
4. Viele Kritiker der DCF-Methode oder Investoren, die auf die Unsicherheit zur Prognose von Unternehmensdaten hinweisen und Unternehmensbewertungen als Entscheidungsgrundlage ablehnen, missachten den vorgenannten Zusammenhang oder kennen ihn erst gar nicht.
5. Eine Garantie für Kurssteigerungen gibt es selbstverständlich nicht und Einschätzungen können sich als erheblich falsch erweisen. Das ist der Grund, warum der im Bewertungsmodell zu verwendende Diskontierungsfaktor über dem risikolosen Zins liegt und Aktien langfristig gesehen rentierlicher als Sparbücher sind.

f) Investment-Philosophien

An Aktien interessierte Privatanleger werden mit Empfehlungen und Ratschlägen überhäuft. Das Angebot von Beratern, Plattformen, KI-generierten Modellen und Portalen im Internet ist unüberschaubar groß. Viel Erhältliches ist jedoch wenig gehaltvoll. Selbst die etablierten Printmedien kommen unentwegt zu unterschiedlichen und sich häufig widersprechenden Einschätzungen. Künstliche Intelligenz kann sinnvoll eingesetzt werden, Ergebnisse sind stets zu hinterfragen. Die Herangehensweisen und Begründungen zur Auswahl von Aktien sind sehr unterschiedlich und basieren auf verschiedenen Philosophien.

Investitionsstrategien wie „ausgewogen“, „konservativ“ oder „wachstumsorientiert“ sagen nichts darüber aus, wie eine Meinung zur Auswahl von Aktien überhaupt zustande kommt. Aufschlussreicher sind vier klassische Investment-Philosophien: Value, Quality, Growth und Momentum. Wer über Aktien spricht, sollte vorab erkennen lassen, welcher Ansatz verfolgt wird. Der interessierte Anleger sollte sich vor Augen führen, ob er den Ansatz versteht und folgen mag.

Diskussionen darüber, welche Philosophie langfristig überlegen ist, gleichen häufig einem Glaubenskrieg. Ferner wird stets darüber spekuliert, ob z.B. eine Phase für Wachstumstitel oder eine Phase für Value-Titel bevorsteht.

Es folgen Erläuterungen zu den vorgenannten Investment-Philosophien und eine Einordnung, wann und wofür intrinsische Unternehmensbewertung eine Rolle spielt.

1. Value

Beim Value-Investing steht der Wert des Kaufgegenstandes im Vordergrund, im vorliegenden Fall die Aktie eines börsennotierten Unternehmens. Value-Investoren unterstellen, dass sich der Wert einer Aktie vom Börsenkurs unterscheiden kann. Liegt der Aktienwert über dem aktuellen Börsenkurs, ergibt sich eine Kaufgelegenheit. Ein Erfolg stellt sich ein, sofern die Börse den Aktienwert honoriert und einholt oder gar übertrifft. Der Wert einer Aktie ergibt sich aus dem Wert des Unternehmens und dieser kann professionell berechnet werden, wobei es den einen objektiven Unternehmenswert nicht gibt.

Die in der vorliegenden Unterlage vorgestellte Methodik ist dem Value-Investing zuzuordnen. Die drei nachfolgend erläuterten Ansätze verdeutlichen, dass für viele Anleger der Wert einer Aktie nicht das ausschlagende Erwerbsmotiv darstellt, wobei Qualitäts- oder Wachstumsaktien sehr wohl unterbewertet sein können.

f) Investment-Philosophien

2. Quality

Investoren, die auf sogenannte Qualitätsaktien setzen, müssen sich nicht unbedingt von einer Unterbewertung überzeugen lassen. Vielmehr besteht das Motiv zum Erwerb einer Aktie in der Stabilität des Unternehmens, die anhand der Historie oder anhand bestimmter Finanzkennzahlen nachgewiesen wird. Hierzu gehören typischerweise stabile Margen, ein geringes Kurs-Buchwert-Verhältnis, eine attraktive Verzinsung des eingesetzten Kapitals oder geringe Verschuldungskennziffern. Vielfach spielen auch schlicht Produktmarken oder nachhaltige Dividendenzahlungen eine Rolle. Im Vergleich zum Value-Ansatz wird jedoch nicht hinterfragt, ob die erwartete Zukunft eines Unternehmens den für eine Aktie vom Markt geforderten Preis rechtfertigen kann.

3. Growth

Viele Investoren entscheiden sich bewusst für sogenannte „Wachstumstitel“. Diese Unternehmen haben meist schwache Finanzkennzahlen oder erwirtschaften Verluste. Häufig befinden sich diese Unternehmen in einer starken Entwicklungsphase. Nach Abzug von Investitionen wird möglicherweise über Jahre hinweg mehr ausgegeben denn eingenommen und die Unternehmen sind ggf. auf weitere Kapitalzufuhren angewiesen. Wachstumsunternehmen haben jedoch gemein, was vielen Qualitätstiteln fehlt: Stark zunehmende Umsätze auf meist ebenfalls stark wachsenden Märkten und eine wachsende Organisation. Wachstumstitel werden gekauft, da von immer besser werdenden Ertragszahlen und einer anhaltend positiven Berichterstattung ausgegangen wird, die eine Steigerung des Börsenkurses rechtfertigen.

4. Momentum

Momentum-Investoren zeichnen sich dadurch aus, dass sie unabhängig von der Frage einer fundamentalen Bewertung agieren, vielmehr auf einen richtigen Einstiegsmoment abzielen. Die anzutreffenden Begründungen für den richtigen Zeitpunkt sind sehr breit gefächert. Es können Einschätzungen über Handelsvolumen, Angebot und Nachfrage oder bevorstehende Nachrichten einen Ein- oder Ausstieg begründen. Chartisten analysieren den Verlauf von Kursen und handeln entlang von identifizierten Mustern. Momentum-Investoren sind Händler, die das Verhalten des Marktes antizipieren, Unternehmenswerte spielen keine Rolle.

g) Der Effekt von Krisen

Krisen verändern den Blick auf Aktien und deren Risiken. Technologiewerte, Pharmatitel und Aktien von Biotechunternehmen beispielsweise waren beim Platzen der Dotcom-Blase und während der Finanzkrise im besonderen Maße negativ betroffen. Bekanntermaßen war dies in der Corona-Krise nicht der Fall. Vorgenannte Industrien waren weniger volatil und erholten sich erstaunlich schnell. Die Gründe sind vielfach diskutiert und nachvollziehbar.

Sogenannte „defensive“ Werte, wie etwa Versorgungstitel erwiesen sich im Verlauf der Corona-Krise als überraschend volatil und damit risikoreicher. Einmal mehr musste die Finanzbranche etablierte Regeln überdenken und Vorgehensweisen beispielsweise zur Portfoliodiversifikation in Frage stellen.

Theorie und Praxis definieren Risiko als die mögliche Abweichung von einem erwarteten Ergebnis. Als Gradmesser für das Risiko einer Aktie musste über viele Jahre hinweg die Wertentwicklung einer Aktie gegenüber der Wertentwicklung eines gesamten Aktienmarktes herhalten. Die Corona-Krise hat solche Überlegungen nicht gelten lassen. Gerade Technologietitel mit historisch hoher Volatilität konnten in dieser Krise organisch wachsen und sich am Kapitalmarkt als robust und chancenreich empfehlen.

Mehr noch, aus Schwergewichten wie Nvidia, Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon und Meta wurden Giganten, die von der Krise profitierten mit erheblichem Einfluss auf und ganze Indizes. Im Verlauf einer ganzen Dekade wäre eine Investition in diese Titel der richtige Ansatz gewesen. Diese Unternehmen konnten ihre Geschäftsmodelle ausweiten und ihre Aktienkurse über lange Zeiträume steigern. Ob Kurssteigerungen gerechtfertigt erscheinen, kann intrinsische Unternehmensbewertung helfen zu beantworten, zumindest die dafür notwendige Unternehmensentwicklung vor Augen führen. Grundsätzlich lehrt die Geschichte, dass im Zeitablauf stets neue Namen die Liste der Unternehmen mit der weltweit höchsten Marktkapitalisierung anführen.

Die Definition von Risiko ist nicht aus der Welt. Der Grundgedanke, das individuelle - relative - Unternehmensrisiko zu messen, hat weiterhin Berechtigung. Die historische Volatilität einer einzelnen Aktie gegenüber der Entwicklung des gesamten Aktienmarktes ist jedoch kein geeignetes Maß zur Bepreisung von Risiko. Viele Analysten werfen das relative Risiko einer Aktie nun allerdings völlig über Bord. Das ist eine falsche Reaktion.

Selbstverständlich sind Aktien von Coca-Cola und Aktien eines jungen Biotechunternehmens unterschiedlich risikoreich. Es liegt nach wie vor auf der Hand, die erwarteten Cashflows beider Unternehmen mit unterschiedlich hohen Zinssätzen zu diskontieren, dem jeweiligen Risiko angemessen. Aus gutem Grund stehen die Herleitung und Begründung eines individuellen Diskontierungssatzes im vorliegenden Dokument vor den Erläuterungen zur Herleitung zukünftiger freier Cashflows.

- In einer digitalisierten Welt erscheint vielen Analysten und privaten Anlegern die Bewertung eines Unternehmens als ein finanztechnischer Vorgang, bei dem es um die Herleitung, Auswertung und Zusammenführen von Daten geht. Das ist ein Trugschluss und den einen objektiven Unternehmenswert gibt es nicht.
- Börsennotierte Unternehmen stellen Finanzdaten zunehmend per EXCEL zum Download zur Verfügung und Anbieter wie Yahoo Finance sorgen dafür, dass Kapitalmarktdaten immer umfangreicher öffentlich zur Verfügung stehen. Die Verfügbarkeit relevanter Daten hat sich erstaunlich entwickelt und wird zunehmen, insbesondere hat KI die Szenerie revolutioniert.
- Der Glaube hingegen, mit Hilfe von immer mehr Daten besser rechnen zu können, führt in die Irre. Sehr häufig verlieren Analysten und an Aktien interessierte Anleger gleichermaßen den Überblick, sehen den Wald vor lauter Bäume nicht.
- Unternehmer und professionelle Marktteilnehmer wissen, dass eine seriöse Unternehmensbewertung das Abbild einer Geschäftsentwicklung ist und eine Geschichte erzählt. Einer Unternehmensbewertung geht ein „Business Case“ voraus.
- Eine für die Zukunft unterstellte Entwicklung des Unternehmens muss möglich, plausibel und wahrscheinlich sein, wenn auch mit Risiken verbunden. IT-Lösungen und KI werden das Nachdenken nicht ersetzen können. Demgegenüber ist Vorsicht geboten, wenn charismatische Industriebosse Visionen skizzieren, ohne diese in plausible Zahlen zu gießen oder gar bewertungstechnischen Unsinn verkündigen.
- Eine gute Unternehmensbewertung benötigt eine in Zahlen ausgedrückte Geschäftsentwicklung, dem ein begründetes Risiko beigemessen werden kann. Die vielen Nachrichten und verfügbaren Daten, dürfen den Blick auf das Wesentliche nicht trüben.
- Zusammengefasst geht es bei einer Unternehmensbewertung um die Einschätzung weniger Punkte: Welche Cashflows hat ein Unternehmen, welches Wachstum und welches Risiko? Dabei ist es der typische (deutsche) Fehlschluss, mit dem Hinweis auf die Unsicherheit von Prognosen, solche erst gar nicht zu versuchen. Prognosen helfen Perspektive einzunehmen.
- Es ist ein Trugschluss, dass die für eine Unternehmensbewertung notwendigen Prognosen nur Insidern, erfahrenen Analysten oder Bankern möglich ist. Alle Marktteilnehmer schauen in eine ungewisse Zukunft und hier hilft bewertungstechnischer Sachverstand. Im Übrigen ist empirisch nachgewiesen, dass die „professionellen“ Analysten der Finanzindustrie stets deutlich mehr Kaufempfehlungen als Verkaufsempfehlungen veröffentlichen, und dies zu jeder Marktphase. Dies liegt an der Struktur der Industrie und den einhergehenden wirtschaftlichen Interessen und Abhängigkeiten.

i) Markteffizienz und Betastrategie

- Wer intrinsische Unternehmensbewertung zur Beurteilung von Aktien einsetzt, unterstellt, dass Aktienmärkte Unterbewertungen und Überbewertungen zulassen. Dagegen steht die Markteffizienzhypothese.
- Im Wesentlichen besagt die Markteffizienzhypothese, dass vorhandene Informationen in den Kursen eingepreist sind und somit kein Marktteilnehmer in der Lage ist, durch Analysen dauerhaft überdurchschnittliche Gewinne zu erzielen.
- An den Universitäten ist die Prüfung von „Market Efficiency“ ein Dauerthema, welches in der Regel mit der Feststellung endet, dass Märkte gerade nicht oder nur unter definierten (vielfach sehr theoretischen) Bedingungen effizient sind.
- In der Praxis lautet ein Vorwurf zur Auswahl von Einzeltitel gerne plakativ: „Du bist also schlauer als der Markt?“ Vielfach folgt die Empfehlung, statt der Auswahl einzelner Aktien (sog. Alphastrategie), doch lieber den gesamten Markt oder Marktteilbereiche mit Hilfe von Fonds (z.B. ETF) zu erwerben (sog. Betastrategie).
- Schließlich sei durch eine Betastrategie oder jüngst auch „smart Beta“ das Risiko einzelner Unternehmen am aller Besten diversifiziert und es bestehe nur ein Marktrisiko, so das Argument. Oftmals wird diese Sichtweise mit dem Hinweis untermauert, dass immer nur ein geringer Teil der aktiven Fondsmanager bessere Renditen als der Markt (z.B. S&P 500 oder DAX) erziele.
- In der Tat, während der Corona-Krise beispielsweise hatten insbesondere der S&P 500 oder die Nasdaq gegenüber vielen individuell zusammengestellten Portfolien weniger stark gelitten und beide Indizes konnten sich zudem schneller erholen.
- Das Argument der Alpha-Investoren, dass sich im Crash die Strategie des Stock-Picking konservativer Titel auszahle, dürfte in dieser Krise sehr häufig nicht gehalten haben.
- Warum also der Aufwand zur Bewertung von Einzeltitel?
Nachstehend folgen Antworten und eine kritische Beleuchtung gegenüber ETF.
- Eine Haltung vorab:
Der Erwerb eines Aktien-ETF ist sicher besser als gar keine Investition in Aktien und für Investoren geeignet, die den eigenen Kopf nicht bemühen wollen, die dem in dieser Unterlage beschriebenen Handwerk nicht vertrauen oder nicht über ausreichende Mittel verfügen, ein Depot mit z.B. 20 Aktien aufzubauen, um einen Vorteil aus Diversifikation abzugreifen.

i) Markteffizienz und Betastrategie

- Werden Zahlen vorgelegt, dass ein aktiv zusammengestelltes Aktiendepot den Markt nicht schlagen konnte, ist zunächst auf die Mathematik zu achten. Oftmals ist die zitierte „Underperformance“ durch die Gebühren des Anlagemanagers verursacht.
- Ferner muss für eine Beurteilung der Markt als Benchmark erst einmal definiert sein. Viele Indizes sind sehr wesentlich durch die Marktkapitalisierung weniger Titel geprägt. Insofern ist das Risiko einzelner Unternehmen im Benchmark ausschlaggebend und nur Risiko-adjustierte Vergleiche sind angemessen.
- Sodann sollte langfristig und in Zeiten steigender sowie in Zeiten fallender Aktienmärkte verglichen werden. Ein auf Basis von Fundamentaldaten zusammengestelltes Aktienportfolio mag im Bullenmarkt einem Index hinterher laufen, mag aber gleichzeitig im Bärenmarkt weniger stark fallen, auch wenn dies in der Corona-Krise für viele Alpha-Portfolien nicht galt.
- Für einen sinnvollen Einstieg benötigen ETF-Investoren die Meinung, dass der Einstiegsmoment in einem definierten Markt richtig erscheint. Typischerweise erscheint ein solcher Moment gegeben, wenn der Index z.B. relativ zu den Ergebnissen in der Vergangenheit attraktiv erscheint.
- ETF-Investoren agieren demnach wie Händler. Im Grunde interessiert der Wert der mit dem ETF gekauften Unternehmen nicht. Entscheidend ist ein günstiger Einstieg und ein teurer Verkauf. Ein solcher Handelsansatz ist darauf angewiesen, das Verhalten des Marktes vorauszusehen. Es gibt nur wenige Marktteilnehmer, denen dies nachhaltig gelingt.
- Value-Investoren sind hingegen darauf angewiesen, dass die prognostizierten Cashflows besser eintreffen, als dies der Markt einpreist. Intrinsische Bewertung erlaubt den „Chancenkindern“ Einsicht, Kontrolle und eigenverantwortliches Handeln.
- Das Argument, eine Prognose zukünftiger Cashflows sei nicht möglich oder viel zu unsicher und von daher sei ein DCF-Modell keine geeignete Methode zur Beurteilung von Aktien, ist zu kurz gesprungen. Im Rahmen einer Unternehmensbewertung steht von vorneherein fest, dass die Planungsannahmen nicht eintreffen werden. Das ist das Wesen einer Prognose.
- Wer das vorgenannte Argument vorträgt, hat einen bedeutsamen Zusammenhang nicht verstanden:
Um mit Aktien Geld zu verdienen, müssen die Planungsprämissen nicht eintreffen. Die Planungsprämissen müssen im Durchschnitt nur besser sein, als dies der Markt zum Zeitpunkt der Beurteilung einpreist.

i) Markteffizienz und Betastrategie

- Ein ETF ist ein Warenkorb und enthält immer überbewertete Aktien. Für einen Warenkorb spricht allein das Argument einer ausreichenden Streuung oder Diversifikation. Gleichwohl kann ein vorgegebener Warenkorb risikoreicher sein, als ein eigens zusammengestellter Korb.
- Wichtig aber auch: Ein ETF ist ein Wertpapier eines Dienstleisters. Oftmals erwerben diese Dienstleister nicht einmal die Aktien des Indizes, sondern bilden die Wertentwicklung ausschließlich „synthetisch“ ab, es besteht „Counterparty-Risk“.
- Eine Aktie hingegen ist ein direkter Anteil an einem Unternehmen. Liegt eine Meinung über einen angemessenen Diskontierungsfaktor und über zukünftige Cashflows vor, kann eine „faire“ Investition ohne Intermediäre geprüft werden.
- Bei der Abwägung zwischen Alpha- und Betastrategie kann eine alte Lebenserfahrung helfen: Wer nicht etwas einbringt (hier durch Analysen), darf nicht erwarten, Geld verdienen zu können.

I. Vorwort

j) Grundkenntnisse

*„Common Sense“ plus geringer
kaufmännischer Sachverstand*

Folgende Grundkenntnisse sind zum Verständnis der vorliegenden Unterlage hilfreich:

- **Rechnungslegung**
Der Leser muss kein Analyst sein, sollte aber Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung sowie Kapitalflussrechnungen (Cashflows) auseinander halten können.
- **Kaufmännisches Grundverständnis**
Der Leser sollte einfache Zinsberechnungen beherrschen und den Zinseszins verstehen.
- **Barwert**
Der Leser sollte wissen, was ein Barwert ist oder sich dies kurz aneignen.
In diesem Zusammenhang hilft es, sich das Konzept der internen Zinsfußmethode vor Augen zu führen.
- **Logik einer Anleihe**
Der Leser sollte wissen, was eine Unternehmensanleihe ist und wie der Preis einer Anleihe zustande kommt.
Grundkenntnisse reichen aus und sind leicht erhältlich, hilfreich zum Verständnis der Herleitung von Kapitalkosten.
- **Statistik**
Der Leser sollte wissen, wie sich ein Durchschnitt berechnet und ggf. den Unterschied zwischen einem geometrischen und einem arithmetischen Mittel nachlesen. Grundkenntnisse zur Berechnung von Korrelationskoeffizienten oder das Verständnis einer Normalverteilung sind hilfreich, aber nicht wirklich notwendig.
- **Wert und Preis**
Eine intrinsische Unternehmenswertermittlung bewertet den inneren Wert (einer Aktie) auf Basis der erwarteten Rückflüsse mit Hilfe eines angemessenen Diskontierungsfaktors und ist von der aktuellen Preisbildung nach Angebot und Nachfrage an der Börse zu unterscheiden. Dieses Grundverständnis ist eine wichtige Voraussetzung, um den Sinn der vorliegenden Unterlage nachvollziehen zu können.

k) Vorschlag eines Bewertungsmodells

- Zur Durchführung einer intrinsischen Unternehmensbewertung wird eine Meinung über zukünftige freie Cashflows sowie ein Zinssatz zur Diskontierung dieser Cashflows benötigt, um mit Hilfe eines DCF-Modells einen Barwert zu berechnen.
- Im Internet sind eine Vielzahl von DCF-Modellen in EXCEL zum Herunterladen verfügbar, die bei der Herleitung oben genannter Größen behilflich sind und schließlich eine Barwertberechnung anbieten. Verwendete Begriffe und einzelne Positionen mögen sich unterscheiden, die grundsätzliche Logik ist meist gleich.
- Die vorliegende Unterlage schlägt den Einsatz eines EXCEL-Modells vor, welches die in dieser Unterlage erläuterten Sachverhalte aufgreift und wie beschrieben verarbeitet. In Folge wird es als das YCV-Modell bezeichnet.
- Das YCV-Modell erfasst historische Finanzdaten (GuV, Bilanz, Cashflow) und bewertungsrelevante Informationen. In einem separaten Tabellenblatt werden adäquate Kapitalkosten zur Verwendung als Diskontierungsfaktoren transparent hergeleitet. Das angelegte DCF-Modell benötigt eine Eingabe von Planungsprämissen wie insbesondere Umsatzwachstumsraten, EBIT-Margen und eine Meinung über zukünftige Steuersätze und Investitionen.
- Zwecks Meinungsbildung unterstützt das YCV-Modell mit professionellen Umsatz- und EBIT-Prognosen, der Berücksichtigung von Sondereffekten sowie der Herleitung von Steuerzahlungen und Nettoinvestitionen.
- Wer das YCV-Modell für ein bestimmtes börsennotiertes Unternehmen ausgefüllt zur Verfügung gestellt haben möchte, kann dies unter Angabe seiner Identität und Motivation beim Verfasser dieser Unterlage anfragen.
- Alle weiteren Berechnungen erfolgen im YCV-Modell entlang den Ausführungen dieser Unterlage. Wer das YCV-Modell einsetzt, sollte insbesondere verstehen
 - a) wie das Modell die Finanzdaten für das Basisjahr („Last Twelve Months“ oder “Trailing Results”) ermittelt,
 - b) wie die verwendete Ergebniszeile für das Ergebnis nach Steuer berechnet wird (EBIT-T),
 - c) wie die Prognose von Nettoinvestitionen für das operative Anlage- und Umlaufvermögen zustande kommt und welche Berechnungsalternativen denkbar sind und
 - d) wie sich der Diskontierungsfaktor zusammensetzt und worauf die Eingabeparameter beruhen.

I. Vorwort

k) Vorschlag eines Bewertungsmodells

Das Ziel des YCV-Modells ist die nachfolgende und beispielhafte Übersicht.

Logik und Vorgehensweise zur Herleitung der Daten erfolgen in den Ausführungen der vorliegenden Unterlage.

in Mio. EUR	LTM	LTM + 1	LTM + 2	LTM + 3	LTM + 4	LTM + 5	LTM + 6	LTM + 7	LTM + 8	LTM + 9	LTM + 10
Umsatz gesamt	21.833	22.691	23.654	24.627	25.489	26.454	27.370	28.448	29.456	30.383	31.219
Operatives Ergebnis (EBIT exkl. OL)	1.818	2.351	2.549	2.676	2.749	2.832	2.908	2.999	3.082	3.155	3.216
"Wiederkehrende" Sondereffekte											
Aktienbasierte Kompensationen											
EBIT nach Sondereffekte	1.818	2.351	2.549	2.676	2.749	2.832	2.908	2.999	3.082	3.155	3.216
Steuerzahlungen	-521	-293	-763	-801	-823	-848	-871	-898	-923	-945	-963
EBIT-T bereinigt	1.297	2.058	1.786	1.875	1.926	1.984	2.037	2.101	2.159	2.210	2.253
Nettoinvestitionen	10.724	-686	-695	-615	-688	-654	-769	-719	-661	-596	-613
Freier Cashflow vor Finanzierung	12.021	1.371	1.091	1.259	1.238	1.330	1.268	1.382	1.498	1.614	1.640

Bewertung	LTM	LTM + 1	LTM + 2	LTM + 3	LTM + 4	LTM + 5	LTM + 6	LTM + 7	LTM + 8	LTM + 9	LTM + 10
Barwerte Terminal Value	14.908	16.177	17.553	19.046	20.666	22.423	24.329	26.397	28.640	31.073	33.712
Barwerte der Planungsperioden	8.793	1.264	927	986	893	884	777	781	780	775	726
Unternehmenswert (cash & debt free)	23.701	24.344	25.325	26.219	27.211	28.195	29.323	30.433	31.521	32.585	33.712
Liquide Mittel	1.494										
Handelbare langfristige Wertpapiere											
(Marktwert) Fremdkapital	-11.978						-13.317				
Finanzforderungen							-11.823				
Anteile Minderheitsgesellschafter							-10.484				
Langfristige Passive Abgrenzungen / Sonstiges											
Ungedeckte Pensionsrückstellungen											
Verlorene Rechtstreitigkeiten											
Wert Eigenkapitaloptionen											
Wert Beteiligungen und Finanzinvestitionen											
Wert des Eigenkapitals 100%	13.217			Anzahl Aktien in Mio.	563,2						
				Wert je Aktie in EUR	23,47						
Gewichtete Kapitalkosten (WACC)	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%

I. Vorwort

I) Grenzen nur eines Bewertungsmodells

- Die vorliegende Unterlage stellt den klassischen und weit verbreiteten Ansatz einer Unternehmensbewertung in den Vordergrund. Es handelt sich um eine Barwertmethode („Discounted Cash Flow“ oder kurz „DCF“).
- Das schrittweise erläuterte YCV-Modell eignet sich zur Bewertung von grundsätzlich profitablen Unternehmen in etablierten Märkten, wobei schon für Wachstumstitel einzelne Punkte besonderer Würdigung bedürfen (z.B. zukünftige Investitionen).
- Unternehmen mit besonders volatilen Ergebnissen oder sogenannte „Commodity“-Unternehmen (z.B. Mineralölfirmen oder Goldförderunternehmen) unterliegen zusätzlichen Betrachtungen, da externe Faktoren eine Rolle spielen (Öl- oder Goldpreis). Gleiches gilt für Unternehmen, die stark oder gar ausschließlich über Akquisitionen wachsen.
- Das vorgestellte YCV-Modell eignet sich ausdrücklich nicht zur Bewertung von Finanzinstituten, deren Anlage- und Umlaufvermögen im Wesentlichen aus Finanzvermögen besteht. Cashflows und Risiko werden bei Finanzinstituten durch regulatorische Vorschriften beeinflusst. Viele Fremdmittel sind mit ihrer Gegenposition auf der Aktivseite nicht als Finanzierung, vielmehr als „Einsatzmaterial“ zu betrachten. Gerade Banken sind eher mit Hilfe von Dividendenmodellen zu bewerten.
- Die Bewertung von Immobilienunternehmen ist mit Hilfe eines DCF-Modells möglich. Es ist jedoch auf die Ertragskraft des Immobilienportfolios zu achten und zu beurteilen, inwieweit das bilanzierte Vermögen aktuelle Marktpreise widerspiegelt. Grundsätzlich gilt: die Summe aller Nettomieteinnahmen abzüglich der Summe aller Auszahlungen können sehr wohl als Basis für eine Bewertung herangezogen werden.
- Für defizitäre Unternehmen oder junge, besonders stark wachsende Unternehmen ist das YCV-Modell zu modifizieren. Für junge Technologieunternehmen kann ein Optionsmodell in Frage kommen.
- Die Bewertung eines nicht an der Börse gelisteten Unternehmens hat eine unterschiedliche Informationslage. Hierauf wird in der Unterlage nur am Rande eingegangen, die grundsätzliche Mechanik ist gleich.
- Ein vollständig standardisiertes Bewertungstool für sämtliche Unternehmen und Situationen kann es nicht geben. Vor zu komplexen Modellen ist zu warnen und die angelegten Berechnungen müssen verstanden sein. Nicht das Modell rechnet, der Investor rechnet mit Hilfe des Modells.