

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



Einleitung

Wir wissen nun, dass die Kunst nicht die Wahrheit ist. Die Kunst ist eine Lüge, die uns erlaubt, uns der Wahrheit zu nähern, zumindest der Wahrheit, die uns verständlich ist.

Pablo Picasso

Dieses Buch beschäftigt sich mit der Bewertung und Bilanzanalyse börsennotierter Unternehmen. Ein adäquater Titel wäre gegebenenfalls auch „Nicht noch ein Unternehmensbewertungsbuch!“ gewesen. Amazon zeigt mehr als 2.000 deutschsprachige Treffer zu diesem Thema und weitere 1.000 zum Bereich der Bilanzanalyse an. Weshalb also noch ein Buch zu diesem Thema? Das einleitende Zitat gibt einen Hinweis, stammt es ja nicht von einem berühmten Ökonomen, Unternehmer oder Investor, sondern vielmehr aus der Feder eines Künstlers. Unternehmensbewertung ist mehr Kunst als Wissenschaft. Zwar bieten die aus der Kennzahlenanalyse gewonnenen Zahlen und Relationen einen greifbaren Überblick, gleichwohl sind Zahlen nicht alles. Würde das reine Ausrechnen und Vergleichen von Kennzahlen genügen, um unterbewertete oder vielversprechende Unternehmen ausfindig zu machen, so wäre dieses Buch überflüssig und ein Computer könnte die nötige Arbeit verrichten. Dem ist nicht so. Die durch die Auswertung der Kennzahlen gewonnenen Erkenntnisse geben nur Rückschlüsse darauf, wie sich ein Unternehmen bisher entwickelt hat. In die zukünftige Entwicklung fließen aber Faktoren aus den unterschiedlichsten, insbesondere qualitativen, Bereichen ein. Die Finanzmarkttheorie tut sich bisher schwer mit dieser Tatsache. Die meisten Bücher bestehen aus abstrakten Formeln, griechischen Buchstaben und Verklammerungen. Der Anspruch dieses Buches ist dagegen die Vermittlung von Unternehmensbewertung und Kennzahlenanalyse in einem pragmatischen, lebhaften und fallorientierten Stil. Neben den Finanzkennzahlen und Bewertungsmodellen wird auch ein Blick auf Geschäftsmodelle, Unternehmenskulturen und Managementqualitäten geworfen. Besonders durch die Betrachtung alternativer Ansätze neben den etablierten Methoden soll ein umfangreicher Einblick in die Unternehmensanalyse und Bewertung gegeben

werden. Die in diesem Buch dargestellte Analyse ist dabei von einem Unternehmergeanken geleitet. Aktionäre besitzen einen Anteil an einem real existierenden Unternehmen mit realen Mitarbeitern, realen Produkten und (hoffentlich) realen Zahlungsströmen. Ziel dieses Buches ist es, genau dies zu vermitteln: Denken und bewerten wie ein Unternehmer, nicht wie ein Spekulant. Die nackten Zahlen sind das eine, eine vernünftige Beurteilung derselben das andere. Zusammen ergeben diese Puzzlestücke ein Bild des inneren Wertes eines Unternehmens. Im Gegensatz zu herkömmlichen Büchern über Unternehmensbewertung verzichtet das vorliegende Werk weitestgehend auf komplizierte mathematische Formeln und abstrakte Erklärungen. Es soll vielmehr ein Leitfaden zur praxisnahen und pragmatischen Unternehmensbewertung, anstatt grauer, kaum anwendbarer Theorie vermittelt werden.

Beim Blick in das Inhaltsverzeichnis mag auffallen, dass sich nur ein Kapitel explizit mit der Bewertung von Unternehmen auseinandersetzt. Tatsächlich bedingt jedoch jedes Kapitel das folgende auf dem Weg zum inneren Wert eines Unternehmens. Die in Kapitel 8 dargestellte Bewertung baut daher auf den vorigen Kapiteln auf, sodass dieses nicht ohne jene verstanden oder zumindest richtig angewandt werden könnte. Die Bewertung selbst ist ein technischer Vorgang, der Weg dorthin die eigentlich wertschöpfende Tätigkeit des Investors. Um der Praxisnähe und Anwendbarkeit der Thematik gerecht zu werden, finden sich mehr als 100 Beispiele in den verschiedenen Kapiteln. Da der Großteil der Unternehmen ihre Abschlüsse in englischer Sprache veröffentlichen, findet sich zu den meisten Kennzahlen und Bewertungsmethoden auch ein Beispiel anhand eines englischsprachigen Abschlusses. Dabei wurden aus Gründen der Authentizität die jeweiligen landestypischen Ziffergruppierungen in den Tabellen übernommen. Die Beispiele können also 1:1 in den Originalabschlüssen nachvollzogen werden. Im Fließtext und den Formeln wird durchgängig die deutsche Schreibweise verwendet.

Die hier dargestellte Unternehmensbewertung legt den Fokus auf die Bewertung börsennotierter Unternehmen, kann jedoch ebenfalls auf private Unternehmen angewendet werden. Gerade an der Börse gehört die ständige Überprüfung und Erneuerung der eigenen Einschätzungen zum Tagesgeschäft. Der Einfluss übergeordneter politischer Entscheidungen, makroökonomischer Entwicklungen bis hin zu strategischen Entscheidungen des Managements auf den Unternehmenswert, erheben die Kunst der Unternehmensbewertung nicht nur zu einer der intellektuell herausforderndsten, sondern auch spannendsten Tätigkeiten an den Finanzmärkten. Die folgenden Kapitel sollen neben der Darstellung der Kennzahlenanalyse und Unternehmensbewertung auch diese dynamische und ertragsreiche Seite der Thematik vermitteln. Die Bewertung von Unternehmen ist eine Kunst, der innere Wert eines Unternehmens stets unbekannt, im Wandel und doch eingrenzbar. Bringen wir Licht ins Dunkel!

Nicolas Schmidlin
im November 2011



Einleitung zur zweiten und dritten Auflage

Aber das Leben ist kurz und die Wahrheit wirkt ferner und lange:
Sagen wir die Wahrheit.

Arthur Schopenhauer

Dies ist ein ehrliches Buch mit einer Meinung. Ehrlich, da es den Bewertungs- und Investitionsprozess eher als Kunst denn als Wissenschaft darstellt. Garantien gibt es an der Börse nicht. Die Meinung wird notwendig, da die moderne Betriebswirtschaftslehre zwar viele Theorien hervorgebracht hat, diese gleichzeitig in der Praxis aber nicht ohne Weiteres umsetzbar sind und durch tatsächlich anwendbare Herangehensweisen ersetzt oder zumindest angepasst werden müssen.

Die Motivation der zweiten Auflage bestand hauptsächlich in der Erweiterung der Praxisnähe und Anwendbarkeit des Buches. Zu diesem Zweck wurde besonders das abschließende Kapitel zum Thema Value Investing erweitert. Den Themen Portfoliomanagement, Auffinden von Investitionsmöglichkeiten und die Vorstellung unterschiedlicher Value-Investing-Strategien wurde dabei besondere Aufmerksamkeit gewidmet. Auch wurde eine neue Methode zur Ableitung des Unternehmensrisikos aus Fundamentaldaten eingeführt.

Diese dritte Auflage erweitert das Buch um neue, teilweise stark erweiterte Fallbeispiele, aktualisierte Marktdaten und einen stärkeren Fokus auf Wachstumsunternehmen. Zudem wurden einige der dargestellten Bewertungsmethoden angepasst und aktualisiert. Das abschließende Kapitel zum Thema Value Investing wurde beim Thema Risikomanagement praxisnäher gestaltet und der Themenblock Behavioral Finance neu eingeführt. Das Buch wird nun außerdem um eine Webseite unter www.lawbitrage.xyz ergänzt, die vollständige Modelle, weiterführende Fallbeispiele und einen Blog in englischer Sprache bereithält.

Ich hoffe, hiermit dem Investor ein Handbuch mit auf den Weg zu geben, welches in der Theorie spannend ist und in der Praxis Mehrwert schafft – oder mit anderen Worten: die Unternehmensbewertung vom Kopf auf die Füße stellt.

Nicolas Schmidlin
im September 2020

