

# UNTERNEHMENS BEWERTUNG

&

Nicolas Schmidlin

# KENNZAHLEN ANALYSE

Praxisnahe Einführung  
mit zahlreichen Fallbeispielen  
börsennotierter Unternehmen

**Bestseller Unternehmensbewertung**  
**Bestseller Kennzahlen**

**3. AUFLAGE**



**VAHLEN**

Schmidlin  
Unternehmensbewertung & Kennzahlenanalyse

### **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

**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.

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 Jungmanns, 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](http://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*



## 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 Wohlfandstandeffekte 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

<b>Vorwort</b> .....	VII
<b>Einleitung</b> .....	XV
<b>Einleitung zur zweiten und dritten Auflage</b> .....	XVII
<b>1 Grundlagen der Bilanzierung und Bilanzanalyse</b> .....	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
<b>2 Kennzahlen zu Ertrag und Rentabilität</b> .....	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

<b>3 Kennzahlen zur finanziellen Stabilität</b> .....	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
<b>4 Kennzahlen zum Working Capital Management</b> .....	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
<b>5 Analyse des Geschäftsmodells</b> .....	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
<b>6 Ausschüttungspolitik und Kapitalallokation</b> .....	125
6.1 Dividende .....	125
6.2 Aktienrückkäufe .....	127
6.3 Schlussfolgerung .....	132
Fazit zu Kapitel 6 .....	134

<b>7 Bewertungskennzahlen</b> .....	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
<b>8 Unternehmensbewertung</b> .....	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
<b>9 Value Investing</b> .....	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



## 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](http://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



## Grundlagen der Bilanzierung und Bilanzanalyse

Welche Vorteile gewährt die doppelte  
Buchhaltung dem Kaufmanne! Es ist  
eine der schönsten Erfindungen des menschlichen Geistes [...]  
Sie lässt uns jederzeit das Ganze überschauen, ohne dass wir es nötig  
hätten, uns durch das Einzelne verwirren zu lassen.

*Johann Wolfgang von Goethe*

Das Rechnungswesen ist die Sprache der Unternehmen. Wer langfristig erfolgreich bewerten und investieren will, muss Jahresabschlüsse verstehen und interpretieren können. Der Hauptzweck des Rechnungswesens besteht in der Erfassung, Auswertung und Quantifizierung betrieblicher Prozesse. Die kompakte Abbildung dieser Prozesse bildet der Jahresabschluss, in dem Vermögen und Schulden, aber auch Erfolgsgrößen wie Umsatz, Gewinn und Kapitalfluss dargestellt werden. Die Auswertung und Interpretation dieser Daten vor dem Hintergrund der betrieblichen Tätigkeit des Unternehmens ist ein wesentlicher Bestandteil der Unternehmensbewertung. Ein Verständnis für diese „Sprache der Unternehmen“ zu entwickeln und gleichzeitig auch qualitative Faktoren mit in die Analyse einfließen zu lassen, bildet eine solide Grundlage für die anschließende Bewertung. Das Rechnungswesen zeigt damit in einem Modell die Unternehmenswelt, wie sie war und aktuell ist. Die Unternehmensbewertung setzt nun an diesem Punkt an und versucht, unter anderem mithilfe der Daten aus dem Rechnungswesen, eine Prognose über die zukünftige Entwicklung und das Risiko einer Unternehmung zu treffen. In diesem Kapitel wird auch auf die Schwächen und Grenzen der modernen Rechnungslegung eingegangen. Ein besonderer Nachteil liegt beispielsweise in der Natur der Rechnungslegung als hauptsächlich quantitatives Modell. Die Bilanzanalyse lebt daher von der Verbindung aus quantitativen Fakten und qualitativen Merkmalen. In diesem Kapitel wird vorrangig auf die verschiedenen Rechnungslegungen, die Bestandteile des Jahresabschlusses und die Berechnung erster Kennzahlen eingegangen. Kapitel 1 legt damit die Basis für die weitere kennzahlenbasierte Analyse, aber auch für die folgenden qualitativen Analysen, die sich zumindest am Jahresabschluss orientieren.

## 1.1 Bedeutung und Entwicklung des Rechnungswesens

Bis zum Jahr 2003 bilanzierten die meisten kapitalmarktorientierten Unternehmen in Deutschland nach den Vorschriften des Handelsgesetzbuchs, kurz HGB. In diesem Regelwerk sind das Vorsichtsprinzip sowie der Grundsatz des Gläubigerschutzes vorherrschend. Generell wird nach dem HGB konservativ bilanziert und ein tendenziell niedriger Gewinn ausgewiesen. Die Vorschriften des Handelsgesetzbuchs sind weiterhin relevant für die Einzelabschlüsse vieler Unternehmen und dienen als Ausschüttungs- und Steuerbemessungsgrundlage.

Mit der EU-weiten verbindlichen Einführung der International Financial Reporting Standards (IFRS) für kapitalmarktorientierte Unternehmen musste das vom Gläubigerschutz dominierte HGB auf Konzernebene der neuen Rechnungslegung IFRS weichen. In den IFRS steht weniger der Gläubigerschutzgedanke als vielmehr die Vermittlung von Informationen über die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Unternehmens im Mittelpunkt. Da die IFRS hauptsächlich bei der Erstellung von Konzernabschlüssen Anwendung finden, ist diese Rechnungslegung maßgeblich bei der Analyse der meisten europäischen börsennotierten Unternehmen.

Während im HGB die Vermögenswerte beispielsweise höchstens zu Anschaffungskosten bilanziert werden und somit Wertsteigerungen nur unzureichend abgebildet werden, erlauben die IFRS einen deutlich größeren Bewertungsspielraum. Diese und andere Neuerungen haben zur Folge, dass in den nach IFRS aufgestellten Abschlüssen tendenziell ein höherer Gewinn ausgewiesen wird und die Vermögenswerte zu aktuelleren Werten angegeben werden, als dies im HGB der Fall ist.

Neben den europäischen IFRS existieren weltweit weitere relevante Rechnungslegungsvorschriften. In den USA wird nach den US-GAAP und in der Schweiz auf Basis der IFRS/Swiss GAAP FER bilanziert. Zwischen den Bilanzierungsvorschriften in Europa und den USA bestehen inhaltlich nur geringfügige Unterschiede, was die den Konzernabschlüssen entnommenen Zahlen international relativ vergleichbar macht. Im Zuge eines Harmonisierungsprozesses zwischen US-GAAP und den IFRS ist zudem eine weitere Annäherung zu erwarten. Die optischen Unterschiede zwischen US-amerikanischen und europäischen Geschäftsberichten sind dagegen frappierend. Während in den europäischen Geschäftsberichten nahezu keine Auflagen bezüglich des Formats und der zusätzlichen Informationen gegeben sind, müssen die meisten US-Unternehmen ein standardisiertes Formblatt (sogenanntes 10-K) ausfüllen, welches kaum Spielraum für zusätzliche Daten oder Grafiken bietet. Diese Entwicklung ist unter anderem auf zahlreiche US-Bilanzierungsskandale Ende der 90er-Jahre zurückzuführen, woraufhin der US-Kongress 2002 den sogenannten „Sarbanes-Oxley Act“ verabschiedete. Demzufolge muss jeder Jahresabschluss in den USA von der Unternehmensleitung unterzeichnet und bei der Börsenaufsicht SEC hinterlegt werden.

Für die Jahresabschlussanalyse bietet dies Vor- und Nachteile. Zum einen sind die US-Abschlüsse (10-K) klar strukturiert und nach Gewöhnung an die juristischen Passagen auch sehr übersichtlich. Markt- und Branchendaten oder weitere Grafiken finden sich in diesen Abschlüssen jedoch nur in Ausnahmefällen. Europäische Geschäftsberichte beinhalten neben dem Jahresabschluss in vielen Fällen Zusatzinformationen zu relevanten Themen und erleichtern so das Verständnis von Markt und Unternehmen. Da viele der eingefügten Grafiken jedoch suggestiv sein können, ist die Meinungsbildung bei den US-Berichten gegebenenfalls unverfälschter. Europäische Geschäftsberichte weisen daher eine geringere Vergleichbarkeit auf, da den Unternehmen größere Freiheiten bezüglich Gestaltung und Inhalt zugestanden werden. Während die US-amerikanischen Jahres- (10-K) und Quartalsabschlüsse (10-Q) bequem über die Webseite der SEC eingesehen werden können, sind die Abschlüsse von europäischen Unternehmen in der Regel nur direkt über die Investor-Relations-Seiten der Unternehmen oder die nationalen Aufsichtsbehörden abrufbar. Um auf die relevante Webseite zu gelangen, bietet sich der Suchbegriff „Unternehmensname + Investor“ in einer Suchmaschine an. Börsennotierte Unternehmen veröffentlichen gewöhnlich quartalsweise Zwischenberichte und jährlich einen ausführlichen Geschäftsbericht mit Konzernabschluss, Lagebericht und weiteren Informationen. Bei kleineren Unternehmen, die in weniger regulierten Märkten notieren, besteht oft eine gelockerte Berichterstattungspflicht. In diesem Fall muss meist nur halbjährlich oder in geringerem Umfang berichtet werden. Diese Daten bilden die Grundlage der Bilanzanalyse und werden von den Unternehmen wenige Monate nach Geschäftsjahres- beziehungsweise Quartalsende veröffentlicht.

Da es sich bei börsennotierten Unternehmen in der Regel um Konzerne, also einen Verbund mehrerer Einzelunternehmen unter einer Konzernmutter handelt, ist der Konzernabschluss meistens der wichtigste Bezugspunkt der Bilanzanalyse. Der Konzernabschluss ist ein Jahres- oder Zwischenabschluss der gesamten Gruppe, in dem die einzelnen Abschlüsse der Töchterunternehmen und des Mutterunternehmens zu einem Zahlenwerk konsolidiert werden, um so einen Überblick über die finanzielle Leistungsfähigkeit des Konzerns zu vermitteln. Dabei wird die Fiktion einer rechtlichen Einheit des Konzerns unterstellt. In IAS 27.18 heißt es dazu: „... the consolidated financial statements present information about the group *as that of a single economic entity*.“ Der Abschluss wird also aufgestellt, als ob nur eine Konzerngesellschaft bestehen würde. Dabei werden besonders Verflechtungen zwischen den einzelnen Gesellschaften korrigiert. Gewährt eine Untergesellschaft der anderen einen Kredit, so entsteht innerhalb des Konzerns sowohl eine Forderung als auch eine Verbindlichkeit. Der Konzernabschluss eliminiert diese Verflechtungen und gibt somit einen genaueren Einblick, als die isolierte Betrachtung der verschiedenen Einzelabschlüsse liefern könnte.

Das folgende Beispiel zeigt, weshalb die Aufstellung von Konzernabschlüssen notwendig ist und warum die Analyse von Einzelabschlüssen unter Umständen zu falschen Ergebnissen führen kann.

### Beispiel 1.1 – Konzernabschluss: Holdingstruktur

Die Mutter AG weist den folgenden Einzelabschluss auf. Neben der Mutter AG bestehen zu diesem Zeitpunkt keine weiteren Gesellschaften, der Einzelabschluss entspricht somit dem Konzernabschluss.

Mutter AG				
Aktiva		in €	Passiva	
Sachanlagen	100		Eigenkapital	150
Forderungen	50		Fremdkapital	50
Finanzanlagen	0			
Kasse	50			
Bilanzsumme		200	Bilanzsumme	

Nun beschließt die Mutter AG, die operative Sparte in eine eigenständige Gesellschaft, die Tochter GmbH, auszugliedern. Dazu wird die neu gegründete Tochter GmbH mit den Sachanlagen von 100 € und einem Darlehen der Mutter über 50 € ausgestattet. Die Bilanzen der Mutter AG und Tochter GmbH stellen sich damit wie folgt dar:

Mutter AG				
Aktiva		in €	Passiva	
Sachanlagen	0		Eigenkapital	150
Forderungen	100		Fremdkapital	50
Finanzanlagen	100			
Kasse	0			
Bilanzsumme		200	Bilanzsumme	

Tochter GmbH				
Aktiva		in €	Passiva	
Sachanlagen	100		Eigenkapital	100
Forderungen	0		Fremdkapital	50
Finanzanlagen	0			
Kasse	50			
Bilanzsumme		150	Bilanzsumme	

Nach der Ausgliederung der operativen Sparte weist der Einzelabschluss der Mutter AG einen deutlich geringeren Informationsgehalt auf. Die Sachanlagen wurden komplett auf die Tochter GmbH übertragen, die Kasse nahm aufgrund des gewährten Darlehens ab, im Gegenzug stiegen die Forderungen um 50 € an. Auffällig ist die Position „Finanzanlagen“, welche die Beteiligung an der neu gegründeten Tochter beinhaltet. Die Mutter AG tritt in diesem Fall als sogenannte Konzernholding auf und übernimmt lediglich administrative und strategische Aufgaben, wohingegen die operative Geschäftstätigkeit von der Tochtergesellschaft durchgeführt wird. Um externen Interessenten nun einen Einblick in die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage zu ermöglichen, muss die Gruppe einen Konzernabschluss aufstellen, indem die verschiedenen Einzelabschlüsse zu einem Abschluss zusammengefasst werden. Dies geschieht durch einfaches Aufaddieren der einzelnen Bilanzpositionen mit anschließender Eliminierung von internen Verflechtungen. Erst der daraus resultierende konsolidierte Konzernabschluss gibt einen adäquaten Einblick in das Zahlenwerk der gesamten Gruppe.

In Deutschland hat der Konzernabschluss ausschließlich Informationsfunktion und ist damit für Investoren besonders interessant. Ein typischer Konzernabschluss enthält die folgenden Bestandteile:

- Konzernbilanz
- Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung
- Kapitalflussrechnung
- Segmentberichterstattung
- Eigenkapitalveränderungsrechnung
- Konzernanhang
- sowie ergänzend: Konzernlagebericht

Bei der Analyse ist darauf zu achten, stets die Zahlen des Konzernabschlusses zu verwenden, da im hinteren Teil des Geschäftsberichts oft zusätzlich noch der Einzelabschluss der Konzernmutter angegeben ist, der aber von nachrangiger Bedeutung bei der Analyse ist. Der Konzernabschluss wird in Europa in der Regel nach den Vorschriften der International Financial Reporting Standards erstellt, wohingegen der Einzelabschluss des Mutterunternehmens oft nach den nationalen Rechnungslegungsvorschriften, in Deutschland dem Handelsgesetzbuch, erstellt wird. Relevant für die Bilanzanalyse ist demnach stets der Konzernabschluss, aufgestellt nach den International Financial Reporting Standards oder den im jeweiligen Land gültigen Vorschriften wie beispielsweise dem US-GAAP in den USA.

### Beispiel 1.2 – Konzernabschluss: Unterschied zwischen Konzern- und Einzelabschluss

Die in Landsberg am Lech ansässige Rational AG ist einer der führenden Hersteller von Groß- und Industrieküchengeräten zur thermischen Speisenzubereitung. Die untenstehende Tabelle zeigt die großen Unterschiede zwischen dem Konzern- und Einzelabschluss für das Geschäftsjahr 2019:



Rational AG Konzernabschluss		in Mio. €	Rational AG Einzelabschluss	
Umsatzerlöse	843,6		Umsatzerlöse	590,4
Bilanzsumme	698,7		Bilanzsumme	486,3

Quelle: Rational (2019) [IFRS, HGB]

Das Unternehmen weist in seinem Konzernabschluss deutlich höhere Umsatzerlöse und mehr Vermögenswerte aus als im Einzelabschluss der Rational AG. Dies liegt daran, dass die Rational AG als Konzernobergesellschaft zwar selbst operativ tätig ist, aber dennoch weitere Tochtergesellschaften – beispielsweise für die Produktion und Vertrieb im Ausland – unterhält, die nicht im Einzelabschluss, sondern nur konsolidiert im Konzernabschluss erfasst werden. Im Extremfall einer reinen Finanzholding als Konzernobergesellschaft weist diese oft nur sehr geringe Umsatzerlöse und Vermögenswerte auf. Es ist daher notwendig, für die Analyse stets den Konzernabschluss heranzuziehen.

### 1.1.1 HGB/IFRS-Vergleich sowie US-GAAP

Die folgende Tabelle zeigt eine Gegenüberstellung wichtiger Begriffe in deutschen und US-amerikanischen Abschlüssen. Die nach den IFRS aufgestellten englischsprachigen Berichte verwenden normalerweise vergleichbare Begriffe wie die US-GAAP.

US-GAAP	IFRS (deutsch)
Statement of financial position (Balance sheet)	Bilanz
Statement of earnings (Income statement)	Gewinn- und Verlustrechnung
Statement of cash flows	Kapitalflussrechnung (Cashflow-rechnung)
Statement of investments and distribution to owners	Eigenkapitalveränderungsrechnung
Notes	Anhang

Bei der Bilanzanalyse sollte berücksichtigt werden, dass Bilanzierung immer nur ein Modell ist, welches versucht, die unternehmerische Wirklichkeit abzubilden. Das untenstehende Fallbeispiel zeigt die praktischen Fallstricke auf, die aus einem reinen Fokus auf die Rechnungslegung entstehen können.

**Beispiel 1.3 – Unterschiede der Rechnungslegungen**

Betrachten wir zum Beispiel die untenstehenden Bilanz- und Erfolgspositionen zweier Unternehmen:

Unternehmen V		in Mio. €	Unternehmen W	
Umsatz	85.554		Umsatz	83.127
Jahresüberschuss	2.061	Jahresüberschuss	2.614	
Eigenkapital	11.267	Eigenkapital	21.371	
Gesamtkapital	81.592	Gesamtkapital	92.565	
Vorräte	8.389	Vorräte	9.335	

Quelle: Unternehmensangaben

Einige Positionen wie Umsatz und Vorräte weisen ähnliche Werte auf, andere Punkte wie der Jahresüberschuss oder das Eigen- und Gesamtkapital weichen dagegen deutlich voneinander ab. Bei einer spontanen Bewertung könnte somit keine eindeutige Aussage getroffen werden, welches der beiden Unternehmen interessanter ist. Tatsächlich handelt es sich bei diesen Angaben um ein und dasselbe Unternehmen zum Bilanzstichtag am 31.12.2000. Grund für die teilweise deutlichen Unterschiede sind die verschiedenen Bilanzierungsvorschriften. Während Unternehmen V nach den Vorschriften des Handelsgesetzbuchs bilanziert, verwendet Unternehmen W die IFRS. Die Daten stammen, wie die Kürzel V und W bereits andeuten, aus dem Konzernabschluss des deutschen Automobilkonzerns Volkswagen. Die Unterschiede erklären sich unter anderem durch die geänderten Nutzungsdauern von Vermögensgegenständen und abweichenden Abschreibungsmethoden sowie der Aktivierung von Entwicklungskosten. Diese bilanziellen Änderungen erhöhten das Eigenkapital des Konzerns „über Nacht“ um mehr als 7 Mrd. €. Weitere erhebliche Aktivierungsmöglichkeiten im Bereich der Behandlung von Leasingverträgen und bestimmter Aufwandsarten führen zu zusätzlichen Abweichungen. Für die Gewinn- und Verlustrechnung ergibt sich ein ähnliches Bild. Auch hier erhöhten die Aktivierung von Entwicklungskosten und die Bewertung der Leasinggeschäfte den ausgewiesenen Gewinn deutlich. Während nach dem HGB (vor Inkrafttreten des Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz) Entwicklungskosten meist direkt aufwandswirksam wurden, erlauben die IFRS die Aktivierung von Entwicklungskosten. Diese Kosten werden somit als Vermögensgegenstand in die Bilanz aufgenommen und über die Nutzungsdauer des entwickelten Produkts abgeschrieben. Dadurch verteilt sich der Aufwand über mehrere Perioden und steigert so den Gewinn. Diese Besonderheiten lassen ein und dasselbe Unternehmen auf dem Papier wie zwei völlig unterschiedliche Unternehmen erscheinen.

Neben den Unterschieden der verschiedenen Rechnungslegungen soll dieses Beispiel auch vermitteln, dass Jahresabschlüsse immer nur der Versuch einer Abbildung der Realität sind und nie objektive Wahrheit verkörpern. Selbst innerhalb der IFRS ist durch zahlreiche Wahlmöglichkeiten Bewertungsspielraum vorhanden. Es ist daher ratsam, die zahlenbasierte Kennzahlenanalyse durch eine Auswertung

des Geschäftsmodells zu erweitern. Überzeugt das Studium des Geschäftsmodells bereits, so wird dies von den Kennzahlen in der Regel auch bestätigt. Im Gegensatz zum HGB sind IFRS und US-GAAP in vielen Bereichen kongruent.

#### Beispiel 1.4 – IFRS und US-GAAP: Allianz

Die nachfolgende Tabelle zeigt ausgewählte Positionen aus den Abschlüssen der Allianz Group im Jahr 2006 nach IAS/IFRS und US-GAAP. Dieser direkte Vergleich eines Konzernabschlusses nach zwei verschiedenen Rechnungslegungen ist deshalb möglich, da die Allianz neben der Börse Frankfurt auch in New York notiert war und dort einen Abschluss nach den landestypischen Regularien gemäß den US-GAAP veröffentlichen muss. Inzwischen hat das Unternehmen die Notierung an der New Yorker Börse aufgrund zu hoher Kosten jedoch wieder aufgegeben.

Allianz Group (IFRS)		in Mio. €	Allianz Group (US-GAAP)	
Jahresüberschuss	7.021		Jahresüberschuss	6.517
Eigenkapital	49.650	Eigenkapital	52.999	
Gewinn je Aktie	17,09	Gewinn je Aktie	15,59	

Quelle: Allianz SE (2006) [IFRS,US-GAAP]

Wie der Aufstellung zu entnehmen ist, bestehen auch zwischen IFRS und US-GAAP gewisse Abweichungen, jedoch fallen diese deutlich geringer aus als beim Vergleich von IFRS und HGB. Generell bieten die IFRS mehr Spielraum bei Wahlrechten als die US-GAAP, wodurch US-amerikanische Abschlüsse untereinander die höchste Vergleichbarkeit aufweisen sollten.

### 1.1.2 Begrenzte Aussagekraft von Abschlüssen

Trotz zahlreicher Auflagen und Regulierungen seitens der Börsenaufsicht und Regierung sind kriminelle Energien in der Wirtschaftswelt allgegenwärtig. Den beeindruckendsten Fall von Bilanzfälschung, welcher später zu dem bereits angesprochenen „Sarbanes-Oxley Act“ führte, vollbrachte der damals zu den größten US-Unternehmen zählende Energiekonzern Enron. Durch Anwendung der klassischen Bilanzanalyse konnte der gigantische Betrug Enrons nicht aufgedeckt werden. Selbst Ratingagenturen wie Standard & Poors, die einen tieferen Einblick in das Zahlenwerk haben, bescheinigten dem Unternehmen noch kurz vor der Insolvenz im Jahr 2001 eine gute Bonität. Tatsächlich lagen in den „weichen“ Faktoren wie dem Unternehmensauftritt und der Kommunikation deutlichere Anzeichen, dass Enron etwas zu verbergen hatte. So bezeichnete sich das Unternehmen in seinen Geschäftsberichten beispielsweise als „The World’s Greatest Company“, darüber hinaus sind auch Beschimpfungen gegenüber kritischen Analysten während Bilanzpressekonferenzen bekannt. Wie fälschte Enron nun seine

Zahlen? Zum einen wurden langlaufende Termingeschäfte schon zum heutigen Zeitpunkt komplett als Ertrag verbucht. Eine weitere Methode bestand darin, Geschäfte mit eigenen, vom Management gegründeten Offshore-Gesellschaften abzuschließen und diese als Gewinn zu verbuchen. Zudem führte Enron mehrere Milliarden an Verbindlichkeiten nicht in den eigenen Büchern und setzte Vermögenswerte durch fragwürdige Bewertungsmodelle zu inflationären Werten an. Werden Vermögenswerte und insbesondere Verbindlichkeiten außerhalb der Bilanz geführt, sind diese im Rahmen einer gewöhnlichen Bilanzanalyse in der Regel nicht aufdeckbar. Durch dieses Vorgehen wird die finanzielle Stabilität scheinbar erhöht, um beispielsweise die Kreditwürdigkeit zu verbessern. In weiteren Fällen des Bilanzbetrugs kam es zu einer Gewinnsteuerung des Managements. Dabei wurden Gewinne vor dem eigentlichen Umsatzakt ausgewiesen oder wie im Fall von Enron langlaufende Verträge unmittelbar als Ertrag gebucht. Die Befangenheit von Wirtschaftsprüfern ist als wichtigster Punkt bei Bilanzbetrug festzuhalten. Früher war es übliche Praxis, dass der Wirtschaftsprüfer gleichzeitig als Berater tätig war, wodurch unter Umständen Interessenkonflikte entstehen konnten. Dieses Verhältnis sorgte in einigen Fällen dafür, dass die genannten Methoden überhaupt angewandt werden konnten. Darunter fällt auch die Aktivierung fiktiver Wirtschaftsgüter, wodurch in der Bilanz eine nur scheinbare Substanz simuliert wird. Zusammen mit den oben angeführten Beispielen zeigt dies die Grenzen der Rechnungslegung an. Wer erfolgreich Unternehmen analysieren und investieren will, muss neben der Bilanzanalyse auch weitere Faktoren wie das Geschäftsmodell, das Management und die aktuellen Makrotrends mit in Betracht ziehen. Gleichwohl bietet eine ausführliche Bilanzanalyse einen guten und insbesondere quantifizierbaren Einblick in ein Unternehmen und bildet somit gewissermaßen das Fundament der weiteren Analyse.

### 1.1.3 Besonderheiten der Finanzbranche

Die Jahresabschlussanalyse und Unternehmensbewertung, wie sie in diesem Buch dargestellt werden, beziehen sich ausdrücklich nicht auf Versicherungen und Banken. Der Grund für diese Einschränkung liegt in der grundsätzlich verschiedenen Kapitalstruktur von Finanzinstituten. Durch die gewaltigen Bilanzsummen mancher Banken – die Deutsche Bank kommt beispielsweise auf mehr als eine Billion Euro an Vermögenswerten – scheitert eine Analyse der Aktiva bereits an der schieren Masse. Auch unterscheidet sich das Geschäftsmodell zu deutlich von gewöhnlichen Unternehmen, wodurch ein Übertragen der Unternehmensbewertung auf Banken und Versicherungen nicht ohne Weiteres möglich ist. Neben diesen Faktoren weisen Finanzwerte meistens eine sehr unstetige Entwicklung auf, was eine langfristige Bewertung zusätzlich erschwert. Die Niedergänge von Northern Rock, Bear Sterns oder Lehman Brothers während der Finanzkrise 2008/09 verdeutlichen, dass in der Finanzbranche zwischen Rekordgewinnen und

der Insolvenz oft nur ein schmaler Grat herrscht. Während um 1980 noch Investmentbanken wie Salomon Brothers, Drexel Burnham und Nomura (die größte Investmentbank in den 80ern) die Wall Street dominierten, sind die meisten dieser Häuser inzwischen größtenteils unter- oder in anderen Finanzinstituten aufgegangen. Zudem ist diese Branche massiv von der Regulierung und Entscheidungen der Zentralbanken abhängig, was eine Einschätzung der Zukunftsaussichten zusätzlich erschwert.

## 1.2 Aufbau und Struktur von Jahresabschlüssen

Der wichtigste Bestandteil eines Geschäfts- oder Zwischenberichts ist der Jahresbeziehungswise Konzernabschluss. Er enthält Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung, Anhang, Eigenkapitalveränderungsrechnung sowie eine Segmentberichterstattung. Zudem ist in der Regel ein Lagebericht angegeben. Je nach Größe des Unternehmens und Transparenzvorschriften beinhalten die einzelnen Bestandteile einen unterschiedlichen Detailgrad. Im folgenden Abschnitt sollen neben der Vorstellung der verschiedenen Bestandteile auch erste Kennzahlen zur Kosten- und Bilanzstruktur eingeführt werden.

### 1.2.1 Gewinn- und Verlustrechnung

Die Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) stellt den Erträgen der Periode die entsprechenden Aufwendungen gegenüber. Der Saldo dieser Positionen ergibt den Gewinn oder Verlust der Periode. Die Gewinn- und Verlustrechnung wird in Deutschland entweder nach dem Gesamtkosten- (GKV) oder Umsatzkostenverfahren (UKV) aufgestellt. Zwar wird in den IFRS das Umsatzkostenverfahren als bevorzugt dargestellt, die Anwendung des Gesamtkostenverfahrens ist jedoch ebenso zulässig. International stellen die Unternehmen die Gewinn- und Verlustrechnung (Income statement) größtenteils nach dem Umsatzkostenverfahren auf. Das Gesamtkostenverfahren berücksichtigt alle angefallenen Kosten der Periode. Das Umsatzkostenverfahren stellt dagegen lediglich die Kosten der tatsächlich verkauften Produkte und Dienstleistungen den Umsatzerlösen gegenüber. Aus diesem Grund wird im Gesamtkostenverfahren eine weitere Position, die Bestandsveränderungen der Vorräte, benötigt, um letztendlich auf das gleiche Jahresergebnis zu kommen. Weitere, für die Jahresabschlussanalyse relevante Punkte sind die unterschiedlichen Kostenarten. Im Gesamtkostenverfahren wird der Aufwand nach Kostenarten (Materialkosten, Personalkosten etc.) aufgeführt, während das Umsatzkostenverfahren die Kosten nach Funktionsbereichen (Produktion, Vertrieb etc.) gruppiert. Schematisch sind die beiden Verfahren nach IFRS wie folgt aufgebaut:

## 1.2 Aufbau und Struktur von Jahresabschlüssen

Gesamtkostenverfahren	Umsatzkostenverfahren
Umsatzerlöse	Umsatzerlöse
Sonstige betriebliche Erträge	
Materialaufwand	
= Rohergebnis	= Bruttoergebnis vom Umsatz
Personalaufwand	Vertriebskosten
Abschreibungen	Verwaltungskosten
Sonstige betriebliche Aufwendungen	Sonstige betriebliche Erträge/ Aufwendungen
= Betriebsergebnis (EBIT)	= Betriebsergebnis (EBIT)
Finanzaufwendungen	Finanzaufwendungen
= Ergebnis vor Steuern (EBT)	= Ergebnis vor Steuern (EBT)
Steueraufwand	Steueraufwand
= Ergebnis nach Steuern (EAT)	= Ergebnis nach Steuern (EAT)

Im Gesamtkostenverfahren sind die Posten Materialaufwand, Personalaufwand, Abschreibungen und sonstige betriebliche Aufwendungen einzeln aufgeführt. Dies ermöglicht eine einfache Berechnung von Material- und Personalaufwandsquoten. Das Umsatzkostenverfahren bietet dagegen Einblick in die Kostenblöcke Herstellungskosten, Vertriebskosten, allgemeine Verwaltungskosten, sonstige betriebliche Erträge und sonstige betriebliche Aufwendungen. Da Personal-, Material- und Abschreibungsaufwendungen in den Kostenblöcken enthalten sind, fällt eine Berechnung der Material- und Personalaufwandsquote schwer bis unmöglich. Im Gegenzug gewinnt man Einsicht in die Kostenarten und kann beispielsweise eine ineffiziente Verwaltung oder zu hohe Vertriebskosten ausfindig machen.

Beide Verfahren haben daher für die Analyse Vor- und Nachteile. Nach Abzug der operativen Aufwendungen steht in beiden Verfahren das Betriebsergebnis (EBIT). Diese Kenngröße gibt den Gewinn oder Verlust aus der operativen Geschäftstätigkeit an. Um das Ergebnis vor Steuern zu erhalten, wird das Finanzergebnis, bestehend aus Zinsaufwendungen, Zinsertrag und Beteiligungserträgen, vom EBIT subtrahiert. Auf diese Summe, das Ergebnis vor Steuern (EBT), bezahlt das Unternehmen die Ertragssteuern. Nachdem alle Aufwandspositionen von den Umsatzerlösen beziehungsweise der Gesamtleistung (im Gesamtkostenverfahren) abgezogen wurden, ergibt sich der Jahresüberschuss bzw. bei negativem Saldo ein Jahresfehlbetrag. Im IFRS-Abschluss wird diese Position auch „Ergebnis der Periode“ oder „Konzernergebnis“ genannt. Wir beziehen uns im Folgenden auf den Jahresüberschuss, der synonym zu Konzernergebnis und Ergebnis der Periode verwendet wird. Mit diesem Wissen lassen sich nun die ersten Kennzahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung bestimmen. Aufgrund der genannten Unterschiede zwischen Gesamt- und Umsatzkostenverfahren existieren unterschiedliche Kennzahlen im jeweiligen Verfahren.