

Unternehmensbewertung & Kennzahlenanalyse

Schmidlin

3. Auflage 2020
ISBN 978-3-8006-6344-6
Vahlen

umfassendes Spezialsortiment im Bereich Recht, Steuern und Wirtschaft mit rund 700.000 lieferbaren Fachbuchtiteln.

schmälern. Der ideale Verschuldungsgrad variiert je nach Geschäftsmodell und Volatilität der Cashflows, sodass besonders stabile Geschäftsmodelle jedoch auch eine hohe Verschuldung ohne negative Folgen für die Bewertung aufweisen können. Gerade zur Steueroptimierung kann Fremdkapital ein probates Mittel sein.

Risiko

Das Risiko ergibt sich aus der Marktposition, der Volatilität der Cashflows und der finanziellen Stabilität eines Unternehmens. Weist ein Unternehmen eine gefestigte Monopolstellung und vernachlässigbare Finanzschulden auf, so kann das Risiko als niedrig eingestuft werden. Entsprechend sind die Gewinne und das Wachstum eines Unternehmens sehr hoch zu bewerten, wenn diese mit einem möglichst geringen Risiko einhergehen. Start-ups aus jungen Industrien weisen mitunter sehr hohe Wachstumsraten auf, welche jedoch auch von großen Unsicherheiten geprägt sind. Der Wert des Wachstums ist daher stets vor Risikogesichtspunkten einzustufen. Neben einer qualitativen Herleitung kann das KGV auch abstrakt deduziert werden. Es zeigt sich, dass die maßgeblichen Einflussfaktoren im Risiko abzüglich des Gewinnwachstums zu finden sind.

Management

Der Einfluss des Managements variiert je nach Geschäftsmodell und Organisationsstyp. Besonders bei kleinen, aufstrebenden Unternehmen ist die Entscheidungsmacht von Managern, beispielsweise in Fragen der strategischen Ausrichtung, weitreichend und sollte entsprechend berücksichtigt werden. Dies birgt sowohl Chancen als auch Risiken für die Aktionäre, welche zwar *de jure* die Kontrolle über das Unternehmen haben, *de facto* jedoch oft nur über begrenztes Mitspracherecht verfügen. Das Risiko einer operativen Beeinträchtigung durch den Abgang einer Führungsperson zeigt das Beispiel Starbucks deutlich. Nachdem Starbucks-Gründer Howard Schultz seinen Rücktritt verkündet hatte, verschlechterte sich sowohl die Situation des Unternehmens als auch der Aktienkurs deutlich. Nach seiner Rückkehr und den folgenden drastischen Einschnitten fand das Unternehmen wieder zurück in die Erfolgsspur. Selbst größere, weltweit operierende Unternehmen können von dem Schicksal einiger weniger abhängig sein, wie zum Beispiel der Turnaround von Apple nach der Rückkehr von Steve Jobs oder das Wiedererstarken von Microsoft unter Satya Nadella zeigen.

Gewinnqualität

Gewinne schaffen nur dann Wert, wenn tatsächlich und ausreichend schnell Geld in das Unternehmen fließt. Die Gewinnqualität ist daher von großer Bedeutung und wird maßgeblich von zwei Faktoren beeinflusst:

- a) Cashflow
- b) Sondereffekten

Bei der Bewertung des KGV sollte stets der Cashflow als Kontrollinstanz beachtet werden. Nur wenn tatsächlich Geld in das Unternehmen fließt und nicht große Teile der Gewinne reinvestiert oder im Umlaufvermögen gebunden werden, kann der Gewinn auch tatsächlich als solcher aufgefasst werden. Zur Überprüfung dieses Kriteriums eignen sich die Sachinvestitionsquote und die Umsatzverdienstrate. Gerade Unternehmen mit hohen Wachstumsraten weisen oft nur eine geringe Cash-Generierung auf und sind so, trotz profitablen Wachstums, auf externe Kapitalgeber angewiesen.

Der zweite Einflussfaktor besteht aus Sondereffekten in der Gewinn- und Verlustrechnung. Diese sollten in jedem Fall bereinigt werden, um ein klares Bild der Gewinnsituation des Unternehmens zu erhalten. Zudem sind verwässernde Effekte aus Aktienoptionen oder Wandelanleihen bei der Bestimmung des Gewinns je Aktie (Earnings per Share, EPS) zu berücksichtigen. Eine Verwässerung entsteht immer dann, wenn neue Aktien ausgegeben werden. Der Gewinn verteilt sich dadurch auf mehr Anteilsscheine und sinkt pro Aktie. Die meisten Unternehmen weisen das Ergebnis je Aktie sowohl unverwässert als auch verwässert aus. Für die Unternehmensbewertung ist stets Letzteres relevant.

Die folgende Tabelle listet Unternehmen und deren von Finanzanalysten für das Geschäftsjahr 2020 und 2021 geschätzten Kurs-Gewinn-Verhältnis aus verschiedenen Branchen auf. Die Analyse dieser Daten soll auf branchenspezifische Besonderheiten und individuelle Einflussfaktoren eingehen.

Beispiel 7.2 – KGV: Vergleich ausgewählter Trios

Kurs-Gewinn-Verhältnis	2020	2021
Visa	24,3	20,7
Mastercard	23,7	19,9
PayPal	25,2	20,9
BASF	10,9	9,4
Lanxess	7,8	6,7
Evonik	9,7	8,9
Alphabet	19,9	17,2
Apple	17,3	14,9
Microsoft	22,9	20,5
AB InBev	11,7	10,1
AmBev	15,2	14,0
Budweiser Brewing APAC	35,5	27,6

Quelle: Bloomberg, Konsensschätzungen für 2020 und 2021; Stand: Frühjahr 2020

7.1 Kurs-Gewinn-Verhältnis

Das erste Trio besteht aus den Zahlungsdienstleistern Visa, Mastercard und PayPal. Sämtliche Unternehmen sind mit KGVs von mehr als 20 bewertet, was auf deren hohes strukturelles Wachstum durch den Wechsel von Bargeld auf digitale Zahlungsmethoden sowie deren hohe Kapitalrenditen zurückzuführen ist. Da alle drei Unternehmen gewissermaßen ein digitales Netzwerk anbieten, kann das Wachstum ohne nennenswerte Sachinvestitionen durchgeführt werden. Dies führt bei den auskömmlichen Margen zu hohen Kapitalrenditen; alle drei Unternehmen weisen außerdem kaum Nettofinanzverschuldung auf. In diesem Fall können die hohen KGVs also durch das Wachstum, die finanzielle Stabilität und die hohen Kapitalrenditen erklärt werden.

Die drei deutschen Unternehmen BASF, Lanxess und Evonik sind in der Chemiebranche beheimatet. Die Unternehmen weisen zwar allesamt eine solide Finanzstruktur auf, haben aber aufgrund des zu Beginn 2020 eingesetzten konjunkturellen Abschwungs und der niedrigeren Chemiepreise keine positiven Wachstumsaussichten. Dies spiegelt sich in den niedrigen KGVs zwischen 8 und 10 wider. Historisch betrachtet fällt das KGV eines gesunden Unternehmens mit stabilen Gewinnaussichten selten unter ein Niveau von 6 bis 8. Erst bei signifikanten Gewinnrückgängen und insbesondere bei einer hohen Finanzverschuldung zeigen sich Kurs-Gewinn-Verhältnisse von unter 5.

Die Technologieunternehmen Alphabet, Apple und Microsoft weisen KGVs im hohen, aber nicht zwingendermaßen sehr hohen Bereich auf, die sich durch das hohe erwartete Gewinnwachstum dieser Unternehmen erklärt. In der Tat überschätzt bei jedem dieser Unternehmen das ausgewiesene KGV das tatsächliche KGV, da Alphabet, Apple und Microsoft über substanzielle Nettokassenpositionen, also die Finanzverschuldung übersteigende liquide Mittel, verfügen. Im Fall von Alphabet notiert die Aktie zum Berechnungszeitpunkt bei rund 1.060 \$ und der Konsensus erwartet einen Gewinn je Aktie von 53 \$ für das Jahr 2020. Allerdings weist Alphabet auch eine Nettokasse von rund 200 \$ je Aktie aus. Wird diese vom Kurs abgezogen, sinkt das KGV für das operative Geschäft auf 16,2 ab. Ein ähnlicher Effekt ergibt sich auch für Apple und Microsoft. Das KGV kann also auch durch das Vorhandensein von Sonderwerten wie hohem Immobilienvermögen oder Kassenbestand nach oben verzerrt werden.

Das letzte Trio besteht aus drei großen gelisteten Brauereunternehmen, die allesamt zum Anheuser-Busch InBev Konzern gehören. AmBev ist die börsennotierte lateinamerikanische Holding des Konzerns, Budweiser Brewing APAC hingegen beinhaltet das asiatische Geschäft der Gruppe. Das höhere KGV von AmBev und Budweiser Brewing APAC im Vergleich zur Muttergesellschaft AB InBev erklärt sich durch die strukturell besseren Wachstumsaussichten in Lateinamerika und Asien sowie der deutlich besseren Finanzausstattung der beiden Tochterunternehmen, da der überwiegende Teil der Finanzverschuldung auf Ebene der Muttergesellschaft AB InBev aufgenommen wurde. Letztere weist durch den regionalen Fokus auf Europa und die USA ein geringeres strukturelles Wachstum sowie die genannte hohe Finanzverschuldung auf. Entsprechend spiegeln sich diese Effekte in den KGVs wider. Das sehr hohe KGV der asiatischen Tochtergesellschaft Budweiser Brewing APAC wiederum ist auf die sehr gute Geschäftsposition dieses Unternehmens im Premium-Biermarkt in China zurückzuführen.

Teilweise können hohe Kurs-Gewinn-Verhältnisse aber auch nicht auf besonders schnell wachsende oder besonders solide wirtschaftende Unternehmen hindeuten, sondern einem rein mathematischen Effekt geschuldet sein:

Bei einem Nullgewinn oder Jahresfehlbetrag existiert *per definitionem* kein KGV. Liegt der Gewinn je Aktie jedoch im sehr niedrigen, aber noch positiven Bereich, beispielsweise bei 0,01 €, so erscheint das KGV utopisch hoch. Folgendes Zahlenbeispiel verdeutlicht diese optische Problematik bei einem angenommenen Aktienkurs von 20 €:

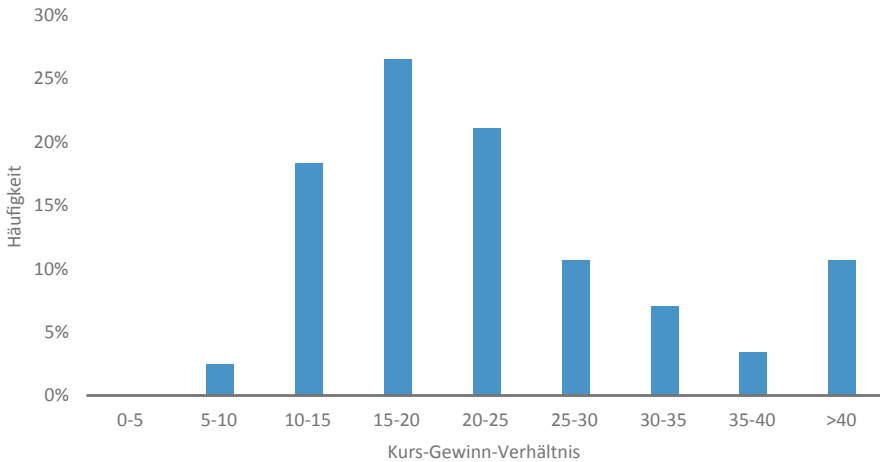
EPS	2,00 €	1,00 €	0,50 €	0,10 €	0,01 €	0,00 €
KGV	10	20	40	200	2.000	-

Unternehmen, die knapp den Break-even erreichen, weisen demnach hohe Kurs-Gewinn-Verhältnisse aus, die jedoch keinerlei Aussagekraft haben. Mehr noch als bei der isolierten Interpretation ist diese Problematik bei der Berechnung von durchschnittlichen KGVs zu beachten. Hier sollten die entsprechenden Kennzahlen bereinigt werden oder der Median anstelle des arithmetischen Mittels verwendet werden. In der Praxis ist anzuraten, in Fällen von unsinnig hohen oder niedrigen Kennzahlen auf alternative Bewertungen auszuweichen, die in den folgenden Abschnitten besprochen werden. Amazon.com notierte beispielsweise im Jahr 2020 zu einem KGV von rund 100, was zwar zum einen auf die in der Tat sehr gute Geschäftsposition des Unternehmens im Online-Retail und Cloud-Bereich zurückzuführen ist, zum anderen aber auch darauf, dass Amazon den Großteil seines Gewinns in Wachstumsinitiativen reinvestiert, die die zugrundeliegende Gewinnentwicklung überlagern.

KGV-Verteilung

Die untenstehende Abbildung zeigt die Verteilung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses der 500 größten US-amerikanischen Unternehmen. 65,8% aller in der Auswahl enthaltenen Werte weisen ein KGV zwischen 10 und 25 auf und mehr als 79,0% der Werte notieren unter einem KGV von 30. Aktien außerhalb dieser KGV-Spanne sind in der Regel Ausreißer oder Unternehmen mit besonderen Qualitäten.

7.2 Kurs-Buchwert-Verhältnis



Quelle: Bloomberg, 5-Jahres-Durchschnitt; Stand Mai 2020

Price-Earnings-to-Growth-Ratio

$$\text{PEG} = \frac{\text{KGV}}{\text{Gewinnwachstum}}$$

Gerade bei jungen aufstrebenden Unternehmen stellt die Einschätzung von fairen KGVs ein immenses Problem dar. Daher wird bei diesen Unternehmen oft auf die Price-Earnings-to-Growth-Ratio (PEG) zurückgegriffen. Das PEG dient der Abschätzung einer Unter- bzw. Überbewertung von Wachstumswerten. Dabei wird das aktuelle KGV mit dem erwarteten Gewinnwachstum in Relation gesetzt. Bei der Berechnung dieser Kennzahl ist auf eine konservative Schätzung des Gewinnwachstums zu achten. Ein Wert von kleiner als 1 gilt dabei als günstig, Werte von genau 1 als fair und größer als 1 deuten auf eine Überbewertung hin. Diese Art der Bewertung ist beispielsweise bei jungen Unternehmen anwendbar. Als Goldman Sachs im Frühjahr 2011 bei Facebook einstieg, wurde dessen Wert auf rund 50 Mrd. \$ taxiert. Basierend auf einem geschätzten Gewinn von 500 Mio. \$ für 2011 notierte Facebook damit zu einem KGV von 100. Dieser Wert wirkt auf den ersten Blick sehr teuer, kann sich jedoch relativieren, wenn das Unternehmen ein Gewinnwachstum von 100% über die nächsten Jahre realisieren kann. Im Fall von Facebook war dies klar möglich: Bereits 8 Jahre später im Jahr 2019 erzielte das Unternehmen mehr als 23 Mrd. \$ an Nachsteuergewinn.

7.2 Kurs-Buchwert-Verhältnis

Während das Kurs-Gewinn-Verhältnis eine Gewinngröße mit der aktuellen Marktbewertung vergleicht, erweitern wir unsere Perspektive und betrachten mit dem Kurs-Buchwert-Verhältnis einen statischen, auf einer Bilanzgröße basierenden

Bewertungsmultiplikator. Diese Kennzahl sagt aus, welchen Aufschlag der Markt auf das Reinvermögen, also den Buchwert eines Unternehmens, bezahlt. Auf den ersten Blick erscheint es irrational, mehr für ein Unternehmen zu bezahlen, als die Vermögenswerte abzüglich Schulden wert sind. Da die Börse jedoch in der Regel nicht von einer Zerschlagung des Unternehmens, sondern von einer Fortführung ausgeht, wird je nach Zukunftsaussichten einigen Unternehmen ein Aufschlag auf ihren Buchwert gewährt, während andere einen Abschlag hinnehmen müssen. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis berechnet sich analog zum Kurs-Gewinn-Verhältnis:

$$\text{KBV} = \frac{\text{Marktkapitalisierung}}{\text{Eigenkapital}} = \frac{\text{Aktienkurs}}{\text{Buchwert je Aktie}}$$

Notiert ein Unternehmen unter seinem Buchwert ($\text{KBV} < 1$), so könnte zumindest in der Theorie das gesamte Unternehmen gekauft und zum Buchwert liquidiert werden. Der Käufer würde somit einen risikofreien Gewinn erzielen. In der Realität notiert jedoch nur ein Bruchteil der Unternehmen unter ihrem Buchwert. Als Gründe können andauernde Verluste (d. h. der Markt preist bereits die Reduktion des Eigenkapitals ein), aber auch zweifelhafte Vermögenswerte in der Bilanz oder schlicht eine zu geringe Rentabilität genannt werden.

Beispiel 7.3 – KBV-Berechnung

Ein Unternehmen weist Eigenkapital nach Anteilen Dritter von 500 Mio. € bei 50 Mio. ausstehenden Aktien auf. Durch Division ergibt sich ein Eigenkapital je Aktie von 10 €. Bei einem Aktienkurs von 15 € entspricht dies einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 1,5 (15 € / 10 €). Wird das erwartete Kurs-Buchwert-Verhältnis berechnet, so muss das aktuelle Eigenkapital um den erwarteten Gewinn nach Anteilen Dritter erhöht und um die anstehende Gewinnausschüttung gemindert werden. Wird beispielsweise im vorliegenden Fall ein Gewinn von 50 Mio. € erwartet und 70 % des Gewinns ausgeschüttet, so beträgt der erwartete Buchwert 515 Mio. € (500 Mio. € + 50 Mio. € – 35 Mio. €). Der Buchwert je Aktie beläuft sich in diesem Fall auf 10,30 € und das KBV auf 1,45 (15 € / 10,30 €).

Wonach richtet sich der auf den Buchwert bezahlte Aufschlag ($\text{KBV} > 1$)? Stellen wir uns hierzu zwei identische, vollständig eigenkapitalfinanzierte Unternehmen vor, die Quizshows im Fernsehen anbieten. Der einzige Unterschied zwischen den Quizshows besteht im Moderator der Show. Während Quizshow A Günter Jauch als Moderator verpflichten konnte, hat Quizshow Z nur einen weniger bekannten Moderator zu bieten. Offensichtlich weisen die Unternehmen den gleichen Buchwert auf, da beide über den gleichen Senderraum, Ausstattung und vergleichbare Sender verfügen. Gleichzeitig werden die Werbepartner einen deutlich höheren Betrag für die Quizshow mit Günther Jauch bezahlen, da die Einschaltquoten vermutlich höher ausfallen werden. Mit einem Wort: Quizshow

A erzielt einen höheren Gewinn auf das eingesetzte Kapital. Aus diesem Grund muss Unternehmen A höher als Unternehmen Z notieren. Es liegt die Vermutung nahe, dass der Aufschlag auf das Eigenkapital mit der Rentabilität, in diesem Fall der Eigenkapitalrentabilität, zusammenhängt. Verinnerlichen wir nochmals die Berechnung der Eigenkapitalrendite:

$$\text{Eigenkapitalrendite} = \frac{\text{Jahresüberschuss}}{\text{Ø Eigenkapital}}$$

Diese Kennzahl gibt die Steigerung des Eigenkapitals an. Das KBV muss also mit der Fähigkeit eines Unternehmens, sein Eigenkapital zu verzinsen, korreliert sein. Effiziente Märkte weisen einem rentablen Unternehmen demnach eine höhere Bewertung als einem unrentablen Unternehmen zu. Es ist also durchaus vertretbar, wenn ein Unternehmen zu einem Vielfachen seines Buchwertes notiert, solange dieser mit einer entsprechenden Rate gesteigert werden kann.

Angenommen, Unternehmen A und Z aus dem vorherigen Beispiel starten mit einem Buchwert von 100 Mio. € und steigern diesen mit jährlich 20 % bzw. 5 % (die Eigenkapitalrenditen betragen also 20 % bzw. 5 %), so wird A den Buchwert in 4 Jahren verdoppelt haben, Z jedoch erst in 15 Jahren. Intelligente Investoren und effiziente Märkte preisen diesen Sachverhalt entsprechend ein und bewerten A höher als Z.

Der Bewertungsaufschlag auf den Buchwert eines Unternehmens kann in diesem Sinne auch als ökonomischer Goodwill interpretiert werden. Das Beispiel des Coca-Cola Konzern kann hier zu Anschauung herangezogen werden. Um die Sachanlagen des Unternehmens abzubilden, werden zum Ende des Geschäftsjahres 2019 etwa 10,8 Mrd. \$ benötigt. Mit diesem Betrag könnten dieselben Fabriken und Infrastruktur beschafft werden. Zumindest in der Theorie lässt sich somit der gleiche Umsatz erzielen. Jedoch hat sich der Coca-Cola-Konzern seit über 100 Jahren mit einer einzigartigen Marketingstrategie in den Köpfen der Konsumenten als lebensfrohes Konsumgut festgesetzt. Dieser Marketingerfolg ist maßgeblich für das Rendite-Premium des Coca-Cola-Konzerns verantwortlich. Wir könnten den Konzern, wie ihn die Bilanz darstellt, eins zu eins kopieren, jedoch würde dabei der ökonomische Goodwill, nämlich die weltweit bekannte und mit positiven Eigenschaften assoziierte Marke unbeachtet bleiben. Während wir mit unserem No-Name-Produkt also im besten Fall durchschnittliche Renditen erzielen, erwirtschaftet der Coca-Cola-Konzern eine Rendite auf sein Eigenkapital von mehr als 40 %. Kaum ein Kiosk, Restaurant oder Supermarkt der Welt kann auf Coca-Cola verzichten, ohne Umsatzeinbußen hinnehmen zu müssen. Gleichzeitig kann Coca-Cola die Preise an die Inflation anpassen, ohne dabei Kunden zu verlieren. Dies erklärt, weshalb der Coca-Cola-Konzern zu einem Vielfachen seines Buchwertes notiert. Die Eigenkapitalrendite ist die Manifestation dieser Stärke.

Es ist jedoch auch möglich, dass Unternehmen mittelfristig unter ihrem Buchwert notieren. Gelingt es einer Unternehmung nicht, seine Eigenkapitalkosten zu

verdienen, so sollte die Aktie bei gleichbleibenden Geschäftsaussichten unter dem Buchwert notieren. Dieser Sachverhalt lässt sich anschaulich mit einem Blick auf den Anleihemarkt darstellen. Eine risikofreie Anleihe, deren Kupon niedriger als der aktuelle Marktzins ist, notiert unter dem Nennwert. Liegt der Kupon dagegen über dem Marktzins, so sind die Marktteilnehmer bereit, einen Aufschlag auf den Nennwert zu bezahlen. Bei einem aktuellen Marktzins von 5 % würde somit die Anleihe mit einem Kupon von 10 % einen Kurs von mehr als 100, eine vergleichbare Anleihe mit 2 % Kupon dagegen von weniger als 100 aufweisen. Übertragen auf den Aktienmarkt notieren also gerade die Unternehmen über ihrem Buchwert (vgl. Nennwert), deren Eigenkapitalrendite (vgl. Kupon) größer als die Eigenkapitalkosten (vgl. Marktzins) sind. Unternehmen, die ihre Eigenkapitalkosten nicht verdienen, notieren folglich unter ihrem bilanziellen Eigenkapital. Dieser Zusammenhang zwischen geforderter und realisierter Rendite lässt sich somit sowohl am Anleihen- als auch am Aktienmarkt beobachten. Aus diesen Überlegungen folgt, dass Unternehmen dann zum Buchwert notieren, wenn sie genau ihre Eigenkapitalkosten verdienen. Analog dazu notieren Anleihen nur dann genau zum Nennwert, wenn der Kupon dem Marktzins entspricht.

Hochrentable Unternehmen verdienen ein Premium, da diese ihren Buchwert schneller steigern können als unrentable Unternehmen. Liegt die Eigenkapitalrendite deutlich über (unter) den Eigenkapitalkosten, so notiert das Unternehmen über (unter) dem Buchwert. Aufgrund dieses Zusammenhangs eignet sich das KBV zur Bewertung von Unternehmen. Auf dieser Beobachtung aufbauend wird das angemessene Kurs-Buchwert-Verhältnis eines Unternehmens in Kapitel 8 als Funktion der Eigenkapitalrendite und der Eigenkapitalkosten näher erörtert. Dabei greifen wir auf das hier Gesagte zurück. Um vorab ein Gefühl für die Größenordnung der vom Markt bezahlten Kurs-Buchwert-Verhältnisse bei entsprechenden Eigenkapitalrenditen zu erhalten, betrachten wir einige bekannte Dow-Jones-Werte.

Beispiel 7.4 – KBV: Überblick ausgewählter Dow Jones Unternehmen

Unternehmen	EKR (%)	KBV
Apple	55,5	11,2
Nike	50,6	11,2
Coca-Cola	49,6	8,6
3M	46,0	7,1
Microsoft	43,8	9,5
Caterpillar	42,6	3,6
Visa	42,4	9,7
Merck & Co	37,4	7,0