
Basiswissen Unternehmensbewertung

Bernd Heesen

Basiswissen Unternehmensbewertung

Schneller Einstieg in die
Wertermittlung

2. Auflage

 Springer Gabler

Bernd Heesen
IFAK-BGL GmbH & Co KG
Marktschellenberg, Deutschland

Ergänzendes Material zu diesem Buch finden Sie auf <http://extras.springer.com>.

ISBN 978-3-658-25291-5 ISBN 978-3-658-25292-2 (eBook)
<https://doi.org/10.1007/978-3-658-25292-2>

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Springer Gabler

© Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH, ein Teil von Springer Nature 2018, 2019

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von allgemein beschreibenden Bezeichnungen, Marken, Unternehmensnamen etc. in diesem Werk bedeutet nicht, dass diese frei durch jedermann benutzt werden dürfen. Die Berechtigung zur Benutzung unterliegt, auch ohne gesonderten Hinweis hierzu, den Regeln des Markenrechts. Die Rechte des jeweiligen Zeicheninhabers sind zu beachten.

Der Verlag, die Autoren und die Herausgeber gehen davon aus, dass die Angaben und Informationen in diesem Werk zum Zeitpunkt der Veröffentlichung vollständig und korrekt sind. Weder der Verlag, noch die Autoren oder die Herausgeber übernehmen, ausdrücklich oder implizit, Gewähr für den Inhalt des Werkes, etwaige Fehler oder Äußerungen. Der Verlag bleibt im Hinblick auf geografische Zuordnungen und Gebietsbezeichnungen in veröffentlichten Karten und Institutionsadressen neutral.

Springer Gabler ist ein Imprint der eingetragenen Gesellschaft Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH und ist ein Teil von Springer Nature

Die Anschrift der Gesellschaft ist: Abraham-Lincoln-Str. 46, 65189 Wiesbaden, Germany

Vorwort

Sehr geehrte Leserin, sehr geehrter Leser

Sie halten mit diesem Buch „Basiswissen Unternehmensbewertung – schneller Einstieg in die Vorgehensweise und Analytik“ den vierten Teil einer Reihe von (derzeit) vier „Basiswissen“-Büchern in Händen.

Bereits erschienen sind die Bände I bis III:

- Basiswissen Bilanzanalyse – Schneller Einstieg in Jahresabschluss, Bilanz und GuV
- Basiswissen Bilanzplanung – Schneller Einstieg in die individuelle Unternehmensplanung
- Basiswissen Insolvenz – Schneller Einstieg in die Insolvenzprävention und Risikomanagement

Allen Büchern ist gemein, dass auch Leser(innen) mit eingeschränkten buchhalterischen und/oder gar keinen Vorkenntnissen, weil sie nicht über die entsprechende kaufmännische Ausbildung verfügen, selbst ein Zahlenwerk verstehen können und dass es immer begleitende Excel-basierte (einfache) Programme zu den Analysen, Planungen und Berechnungen gibt.

Im ersten Buch haben wir uns intensiv mit der Bilanzanalytik beschäftigt. Paragraphen haben wir ganz außen vorgelassen, da man Abschlüsse auch ohne juristisches Beiwerk leicht verstehen kann.

Dabei war das Niveau aber nicht gering. Die Analyse des Jahresabschlusses ist nämlich nicht kompliziert, wenn man einmal weiß, wie man mit Kennzahlen das Wesentliche ans Tageslicht bringt.

Eine Baufirma („Bauco“ genannt) hatte uns dafür als Vorlage gedient. Im Zahlenwerk zeigten sich für die letzten beiden Jahre dramatische Verschlechterungen, die aber größtenteils struktureller Natur und damit hausgemacht waren. Gerade

dies wird meistens nicht gesehen. Und hier kommt dann natürlich auch die Insolvenz ins Spiel. So weit sind wir dann aber in diesem Band I nicht gegangen, ich hatte schon damals vor, zur Insolvenzproblematik ein eigenes (Basiswissen-) Buch zu schreiben.

Die Bilanz ist dabei viel wichtiger als die GuV, denn Insolvenzrisiken sehen Sie nicht/kaum in der GuV. Ok, wenn Sie natürlich einen oder sogar mehrjährige Verluste ausweisen, dann sehen Sie auch in der GuV ganz unten das entsprechende Risiko.

Im zweiten Buch der Reihe haben wir uns mit Bilanzplanung beschäftigt. Dabei haben wir zwar die Abschlüsse der „Bauco“ nicht genutzt, aber wir haben mit den Analysen aus dem ersten Buch unsere Planungen gegengeprüft und dabei auch gesehen, dass Planung und Analytik eng zusammengehören. An vielen Stellen haben wir somit erkannt, dass die Planungen noch nicht optimal waren.

Auch die Planungen haben wir erneut so aufgesetzt, dass Damen und Herren mit eingeschränkten buchhalterischen und/oder gar keinen Vorkenntnissen in die Lage versetzt wurden, Planungen selbstständig zu erstellen und zwar sogar auf einem Niveau, das dem maximalen Gliederungsschema nach HGB entspricht.

Das war der Ausgangspunkt für die Analysen im ersten Buch. So hatten wir einmal den ersten Kreis geschlossen.

Dann erschien „Basiswissen Insolvenz“, das die Analytik weiter mit speziellem Fokus vertiefte. Einerseits werden die entsprechenden Insolvenzszachverhalte dargestellt (auch mit einem Vergleich Deutschland und Österreich), andererseits wurden wie immer mit einem begleitenden Excel-basierten (einfachen) Programm Analysen aufgezeigt, die Insolvenztatbestände bzw. die Entwicklung hin zu einem insolvenzrelevanten Tatbestand aus dem Abschluss heraus darstellen können.

Jetzt halten Sie Band IV „Basiswissen Unternehmensbewertung“ in Händen. Die Bewertung setzt Verständnis in Analytik und Planung von Abschlüssen voraus und somit baut dieses Buch auch auf alle Titel der Reihe auf.

Aber auch für dieses Buch gilt: Sie müssen die o. g. Werke I bis III nicht gelesen haben, um die Inhalte dieses Buches zu verstehen und/oder im Excel mitarbeiten zu können.

Mir ist aber wichtig herauszustellen, dass die Lektüre/das Durcharbeiten dieses Buches und das Buch zur Insolvenz nicht das Gespräch mit IHREM Steuerberater und/oder Juristen ersetzen soll und kann.

Die unterschiedliche Position des Betrachters („sell – verkaufen“ oder „buy – kaufen“) hat großen Einfluss auf den subjektiven Wert einer Gesellschaft, wie Sie sich sicherlich vorstellen können. Da die Berechnungen aber immer gleich sind,

hängt der unterschiedliche Wertansatz maßgeblich mit der Aufbereitung der Planperioden zusammen.

Welche Fehler man dabei machen kann, zeige ich dann sukzessiv auf und werde auch darlegen, welchen Wert man verschenken kann („sell-side“), wenn man die Planung nicht intelligent und durchdacht aufsetzt.

Das ist aber kein Hexenwerk – Sie werden (eventuell erneut) sehen, dass auch die Unternehmensbewertung gar nicht kompliziert ist.

Direkt an dieser Stelle muss ich aber deutlich sagen, dass es keinen wirklich richtigen Wert einer Firma gibt. Da bei Ertragswertverfahren (inkl. Cash Flow Verfahren) immer zukünftige Überschüsse (wie immer dann definiert) maßgeblich für den Wert einer Gesellschaft sind, wir aber nicht in die Zukunft sehen können, muss einem bewusst sein, dass der Wert einer Firma nicht objektiv sein kann. Die Bewertung kann nach bestem Wissen und Gewissen aufgebaut sein, das ändert aber nichts an der Tatsache, dass sie letztendlich immer auf ‚intelligente Schätzungen‘ beruht.

Die bereits erwähnten Excel Dateien stehen wieder auf den Internetseiten meiner Firmen www.ifak-bgl.com und www.abh-partner.de bzw. auf der Seite des Springer Verlages <http://www.springer.com/de/book/9783658213206> kostenfrei zum ‚download‘ bereit. Alternativ kontaktieren Sie mich per Email unter Bernd.Heesen@ifak-bgl.com bzw. Bernd.Heesen@abh-partner.de und ich sende Ihnen die Dateien gerne zeitnah zu.

Die Excel Dateien gibt es (wie immer) in einer fertigen und in einer Übungs-version, in Letzterer können Sie dann selbst arbeiten. Aber auch hier gilt: keine Angst – es sind nur Excel-Grundkenntnisse notwendig und beim Programm handelt es sich nicht um ein Makro, sondern um einfache Tabellenkalkulation, die Sie sogar jederzeit selbst für Ihre Belange anpassen und/oder erweitern können.

Und wenn Sie beim Lesen und/oder beim Arbeiten mit dem Excel-Programm Fragen haben, dann kontaktieren Sie mich eben auch unter o. g. Email Adressen ganz direkt.

Erneut viel Spaß und Muße.

Bernd Heesen

Inhaltsverzeichnis

1	Unternehmensbewertung	1
1.1	Einleitung	1
1.2	Verfahren der Unternehmensbewertung	2
1.3	Einzelbewertungsverfahren (Substanzwertverfahren)	3
1.4	Gesamtbewertungsverfahren	4
1.4.1	Ertragswertverfahren	4
1.4.2	Discounted Cash Flow-Verfahren	5
1.5	Vergleich der DCF-Verfahren	15
1.6	Vergleichsverfahren	16
1.7	Mischverfahren	17
1.8	Vor- und Nachteile der DCF-Methoden	17
1.9	Fazit	18
2	Die Firma und die Abschlüsse bzw. Planung	19
2.1	Anmerkungen zur Gesellschaft	20
2.2	Die Gewinn und Verlustrechnung – GuV	20
2.2.1	Unterschiede zwischen dem Gesamt- und Umsatzkostenverfahren	21
2.2.2	Die Posten der GuV	24
2.3	Die Bilanz	31
2.3.1	Passiva	32
2.3.2	Aktiva	39
2.4	Fazit	46

3	Das Zahlenwerk der Ledco	47
3.1	Schritt 1: Vereinfachung der GuV	48
3.2	Schritt 2: Erste Betrachtung des Zahlenbildes der GuV	56
3.3	Schritt 3: Vereinfachung der Bilanz	60
3.4	Schritt 4: Erste Betrachtung des Zahlenbildes der Bilanz	71
3.5	Fazit	73
4	Kennzahlenanalyse der Ist- und Plan-Perioden	75
4.1	Die notwendigen GuV und Bilanzposten und anstehende Auswertungen	77
4.2	Der 1. Kennzahlenblock: Vermögen und langfristige Finanzierung	84
4.2.1	Kapitalumschlag (Faktor)	84
4.2.2	Eigenkapitalquote	89
4.2.3	Liquidität als Faktor zu den monatlichen Personalkosten	92
4.2.4	Debitoren und Kreditoren im direkten Vergleich	96
4.2.5	Anlagendeckung A („Goldene Finanzierungsregel“)	98
4.2.6	Anlagendeckung B („Silberne Finanzierungsregel“)	101
4.2.7	Gesamtwürdigung 1. Analyseblock	105
4.3	Der 2. Analyseblock: Klassische Kennzahlenanalyse Liquidität & Cash Flow	105
4.3.1	Liquidität I. Grades	107
4.3.2	Liquidität II. Grades	109
4.3.3	Forderungen in der dynamischen Betrachtung (auf einer Zeitschiene)	112
4.3.4	Liquidität III. Grades	124
4.3.5	Vorräte in der dynamischen Betrachtung (auf einer Zeitschiene)	126
4.3.6	Weiteregehende Betrachtungen zu Liquidität	137
4.3.7	Die Kreditoren in der dynamischen Betrachtung	143

4.3.8	Der ‚Cash Cycle‘	153
4.3.9	Der Cash Conversion Cycle	156
4.3.10	Das im NUV gebundene Kapital	159
4.3.11	Der Cash Flow	160
4.3.12	Zusammenfassung 2. Analyseblock	174
4.4	Der 3. Analyseblock: Ertragskraft und operative Stärke	175
4.4.1	Umsatzrendite (ROS – Return on Sales)	175
4.4.2	Kapitalrendite (ROC – Return on Capital)	180
4.4.3	Material und bezogene Leistungen (kurz Materialquote)	185
4.4.4	Personalkostenquote	186
4.4.5	Sonstige betriebliche Aufwendungen als Quote	188
4.4.6	Zinsaufwandsquote	191
4.4.7	Zinsdeckungsquote	193
4.4.8	Dynamische Verschuldung	195
4.4.9	Gesamtwürdigung 3. Analyseblock „Ertragskraft und operative Stärke“	199
4.5	Fazit	200
5	Zinstragendes Kapital, Kapitalkosten und Marktwert des Fremdkapitals	203
5.1	Berechnung des zinstragenden Kapitals	205
5.2	Berechnung der Kapitalkosten	208
5.2.1	Die Eigenkapitalkosten	210
5.2.2	Eigenkapitalkosten und Leverage Integration	221
5.2.3	Die Fremdkapitalkosten (im Ansatz nach Copeland)	229
5.2.4	Die Fremdkapitalkosten nach Steuern	229
5.2.5	Die gewichteten Fremdkapitalkosten nach Steuern	231
5.3	Die Gesamtkapitalkosten – ‚WACC‘ (Ansatz nach Copeland)	232

5.4	Die ‚Leverage‘ Berechnung und Integration nach ‚Stewart‘	234
5.4.1	Eigenkapitalkosten nach ‚Stewart‘	235
5.4.2	Leverage Integration nach ‚Stewart‘	235
5.5	Fremdkapitalkosten nach ‚Stewart‘ und Gewichtung	238
5.6	Gesamtkapitalkosten nach ‚Stewart‘	240
5.7	Gegenüberstellung der Ergebnisse	242
5.8	Zusammenfassung	245
5.9	Grafische Darstellungen	249
5.10	Mathematische Ableitung von β -Faktoren (‚De- und Relevern‘)	255
5.11	Marktwert des Fremdkapitals	263
5.12	EVA – Economic Value Added	268
5.12.1	Das Konzept	269
5.12.2	EVA Berechnung	269
5.12.3	EVA Würdigung	275
5.13	Fazit	276
6	Bewertung über das DCF-Verfahren	277
6.1	Die Berechnung der Cash Flows bzw. freien Cash Flows	278
6.2	Die freien Cash Flows der Ledco	281
6.3	Die Berechnung der ewigen Rente	283
6.4	Integration eines Wachstums in die ewige Rente	296
6.5	Integration sonstiger Vermögenswerte	302
6.6	Integration des Marktwertes des Fremdkapitals	303
6.7	Der finale Wert der Ledco (Fair Value)	305
6.8	Das Zirkularitätsproblem in der Bewertung	307
6.9	Das Executive Summary	309
6.10	Q-Ratios	316
6.10.1	Definition der Q-Ratios	316
6.10.2	Berechnung der Q-Ratios	318
6.10.3	Würdigung der Q-Ratios	321
6.10.4	Grafische Darstellungen der Bewertungen (im Konzern bzw. in der Gruppe)	321
6.11	Substanzwert und Ermittlung	334
6.12	Fazit	338

7 Optimierung der Planung	339
7.1 Die Ausgangssituation	340
7.2 Optimierung der Vorräte in der Planung	341
7.3 Optimierung der Debitoren in der Planung	344
7.4 Optimierung der Liquidität	349
7.5 Optimierung der Kreditoren	352
7.6 Ausschüttungen	355
7.7 Ausgleich Aktiva und Passiva in der optimierten Bilanz	356
7.8 Ergebnisse der optimierten Planung	360
7.9 Fazit	366
8 Schlussworte	369
Anhang	371
Literatur	403