

# Unternehmensbewertung

Wie erziele ich meinen optimalen  
Unternehmenswert?

**Ralf Terheyden**

**Wirtschaftsprüfer, Steuerberater**

Terheyden Revision und Treuhand GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Cloppenburg

Terheyden Steuerberatungsgesellschaft mbH  
Oldenburg

Oldenburg, den 10.02.2016

**Terheyden  
Revision und Treuhand GmbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Cloppenburg**

**Terheyden  
Steuerberatungsgesellschaft mbH  
Oldenburg**



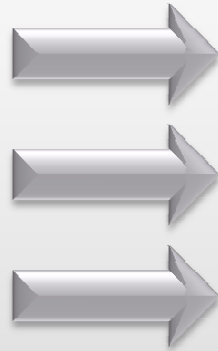
**Einfach. Gut. Beraten.**

## Was bieten wir an?

**Steuerberatung**

**Wirtschaftsprüfung**

**Betriebswirtschaft**



Abschluss, Steuererklärungen, Gestaltung

Prüfung, internationale Rechnungslegung

Unternehmensbewertung, Planung und  
Steuerung, Abläufe, Projektbegleitung



**Wir betreuen mittelständische Familienunternehmen.**

### **Prüfung**

(und prüfungsnahе Dienstleistungen)

15-5.000 Mitarbeiter

Region Weser-Ems,  
Rhein-Ruhr, Hamburg

### **Steuerberatung**

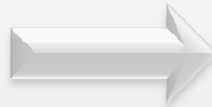
1-150 Mitarbeiter

Region Weser-Ems und  
Sachsen-Anhalt

Wir sind Mitglied im BAN e.V., einer Kooperation unabhängiger Wirtschaftsprüfer  
in Deutschland und den Nachbarländern

# Unser Team

Wirtschaftsprüfer/  
Steuerberater



Ralf Terheyden

Steuerberater/-in



Frau Schmietenknop



Herr Döpfer

Team



Bachelor of Arts, Bilanzbuchhalter,  
Steuerfachgehilfen, Auszubildende,  
Sekretariat



## Ralf Terheyden

### Wirtschaftsprüfer, Steuerberater

Aufsichtsrat/ Beirat, Vollversammlung IHK, Elterninitiative

- Studium in Göttingen zum Diplomkaufmann
- Ab 1991 bei einer großen internationalen Wirtschaftsprüfungsgesellschaft im Bereich Prüfung
- Seit 1997 im Bereich Corporate Finance (Sanierungs- und Beratungsaufgaben im Umfeld der Treuhandanstalt sowie Unternehmenskauf- und verkauf bis hin zu einem Börsengang)
- 2000 bis 2003 Leiter des Bereichs Unternehmensfinanzierung bei einer mittelständischen Wirtschaftsprüfungsgesellschaft in Oldenburg (Schwerpunkte Bewertung- und Beratungsaufgaben der Unternehmensfinanzierung)
- Im November 2000 bis April 2001 Tätigkeit bei einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft in London
- Seit Mai 2003 selbstständig als Gesellschafter und Geschäftsführer zunächst in einer Partnerschaft, seit September 2004 in eigener Gesellschaft in Cloppenburg. Im März 2007 Eröffnung eines weiteren Büros in Oldenburg.



## Ina Kimmann

### Bachelor of Arts

- Studium in Wilhelmshaven zum Bachelor of Arts mit den Schwerpunkten Rechnungslegung und Prüfung sowie Betriebliche Steuerlehre
- Juni 2011 bis Dezember 2013 Tätigkeit bei einer mittelständischen Wirtschaftsprüfungsgesellschaft in Oldenburg
- Seit Januar 2014 angestellt bei der Terheyden Revision und Treuhand Wirtschaftsprüfungsgesellschaft mbH
- Seit 2016 Prüfungsleitung

# Unternehmensbewertung

„Für die Bewertung von Unternehmungen müssen wir nicht angesichts der vielen schiefen Vorstellungen ... einen an sich selbstverständlichen Grundsatz mit großem Nachdruck betonen: Es kommt bei dem Werte einer Unternehmung nicht darauf an, was dieser Gegenstand gekostet hat, was er geleistet hat, oder was sonst in der Vergangenheit von ihm bekannt ist, sondern lediglich zukünftige Umstände sind für den Wert des Gegenstandes bestimmend ... „

Schmalenbach 1921

# Inhaltsverzeichnis

- Anlässe für eine Unternehmensbewertung
- Bewertungsverfahren
- Optimale Unternehmensdarstellung
- Zusammenfassung



# Anlässe für eine Unternehmensbewertung

Anlässe nach  
Gesellschaftsrecht

Nachfolge

Trennung  
von  
Ehegatten

Mitarbeiter  
einbinden

Investoren/  
Partner

Kauf/Verkauf von  
Unternehmen

Schenkung/  
Erbschaft

Jahresabschluss

Ausscheiden

Anlässe nach  
Gesellschaftsrecht

Nachfolge

Trennung  
von  
Ehegatten

Mitarbeiter  
einbinden

Investoren/  
Partner

Kauf/Verkauf von  
Unternehmen

Schenkung/  
Erbschaft

Jahresabschluss

Ausscheiden

# Kauf/Verkauf von Unternehmen (1)

## Ziele von Investoren

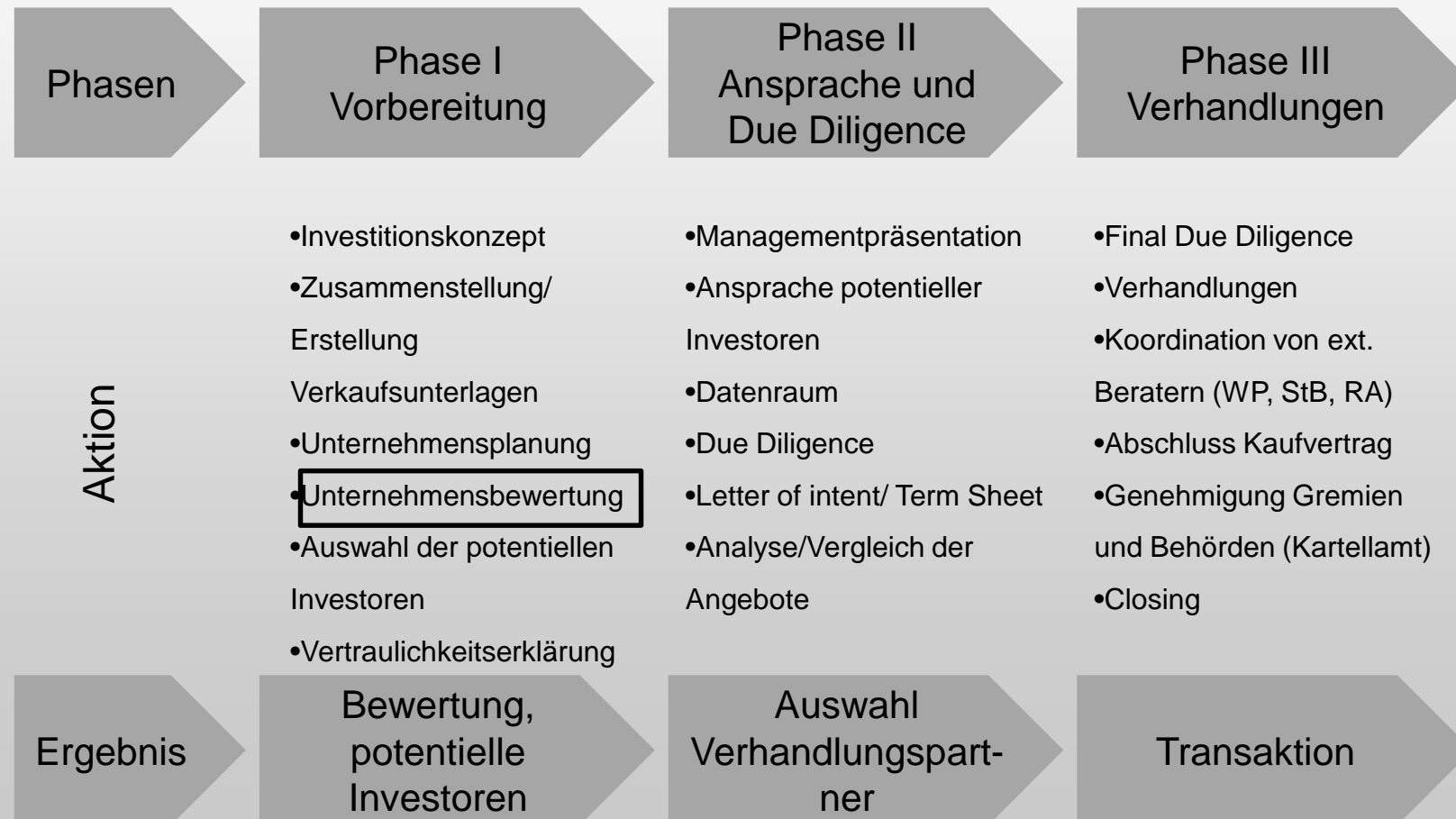
### Strategischer Investor

- strategisches Interesse am Unternehmen (Wertschöpfung)
- Einbindung des Unternehmens in vorhandene Strukturen
- Wettbewerbsvorteile
- Zahlungsbereitschaft wg. Synergien i. d. R. höher als bei Finanzinvestoren

### Finanzinvestor

- Beteiligung i. d. R. mit Kapital
- Kein Eingriff in aktives Management
- Fokus auf Ertrags- und Wertsteigerung des Unternehmens
- Diversifizierung des Beteiligungsportfolios
- Haltedauer i. d. R. begrenzt

## Kauf/Verkauf von Unternehmen (2)

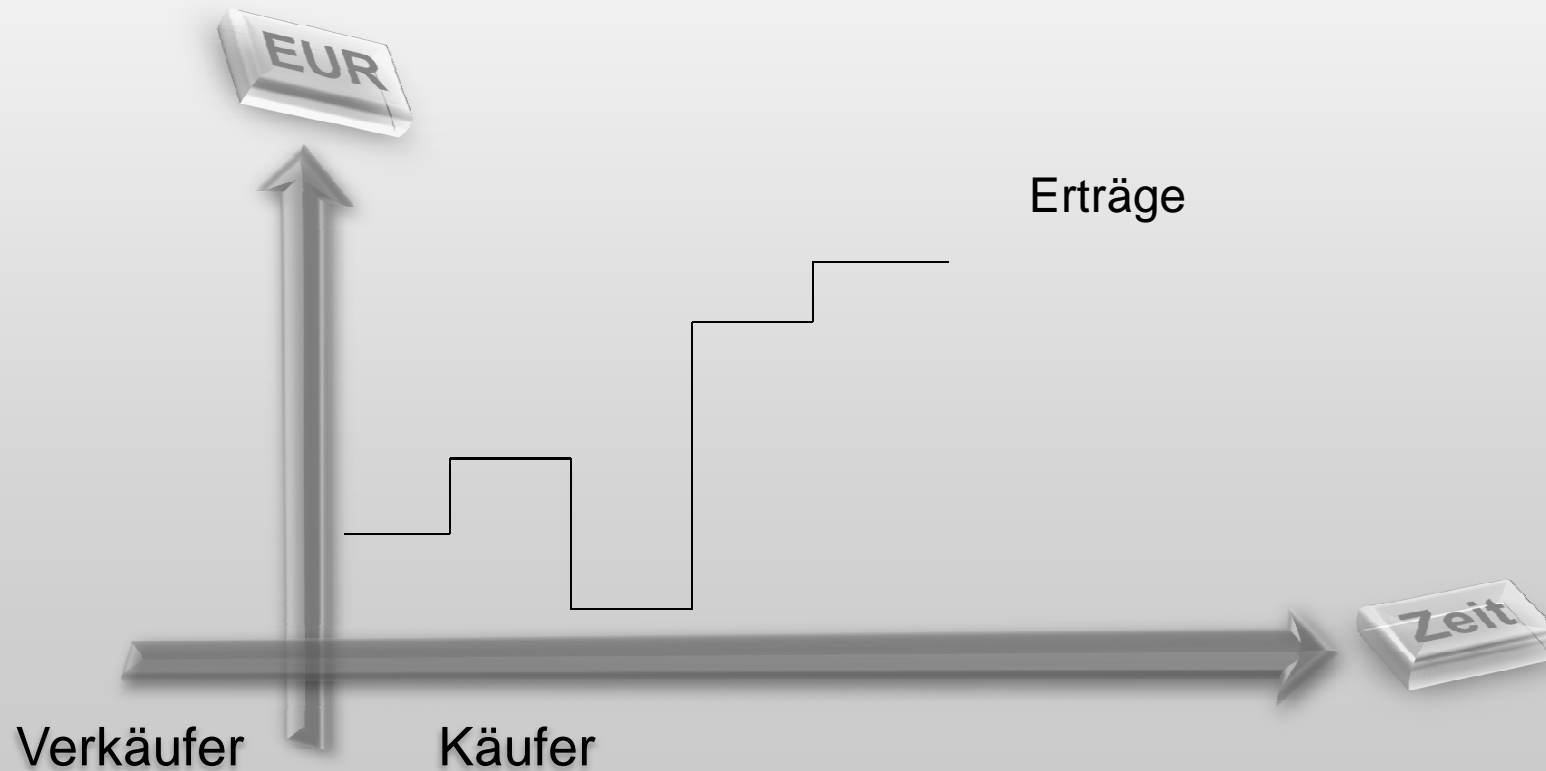


## Kauf/Verkauf von Unternehmen (3)



## Kauf/Verkauf von Unternehmen (4)

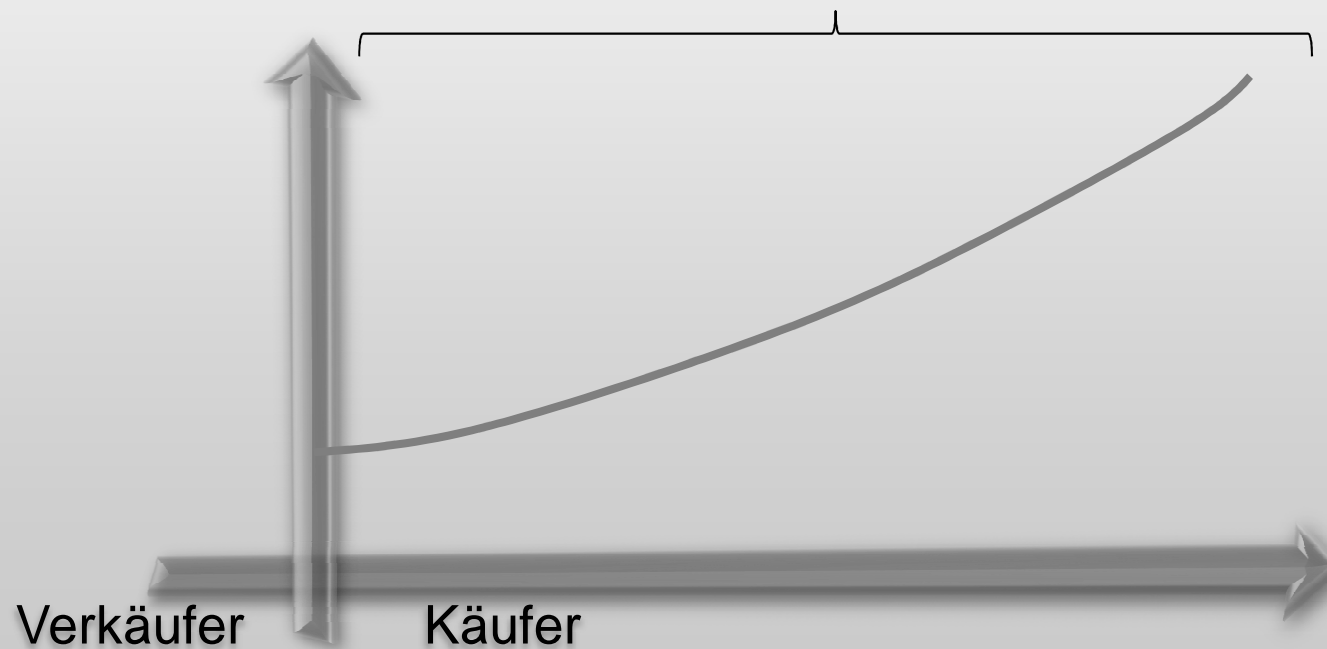
Was erwirbt der Käufer/Nachfolger?



## Kauf/Verkauf von Unternehmen (5)

### Gegenstand der Unternehmensbewertung

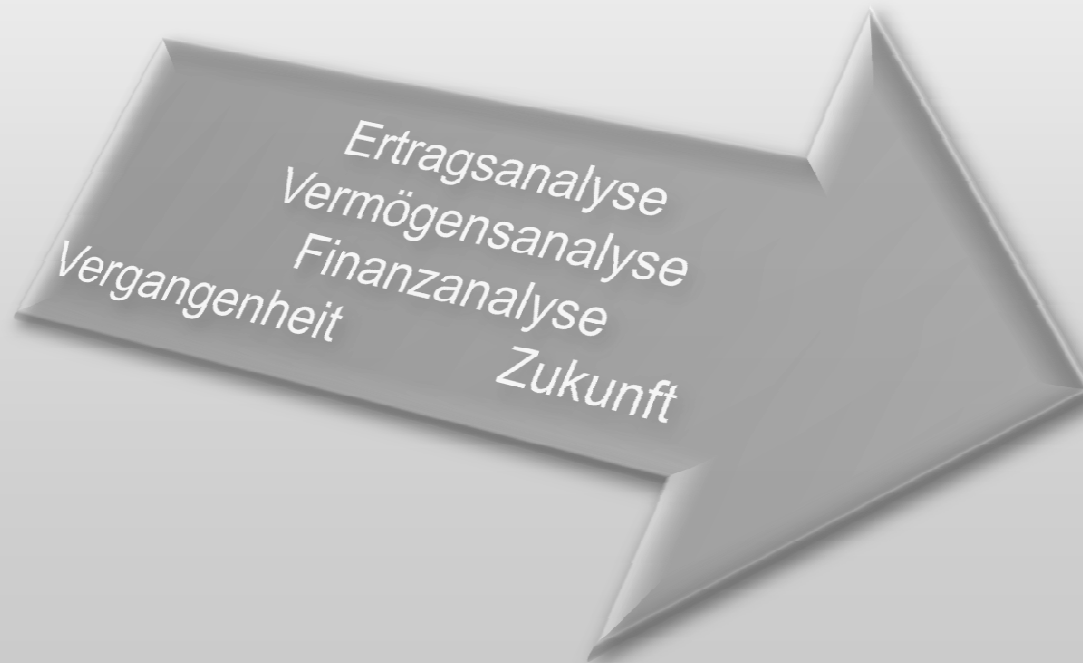
Abzinsung der zukünftigen Erträge



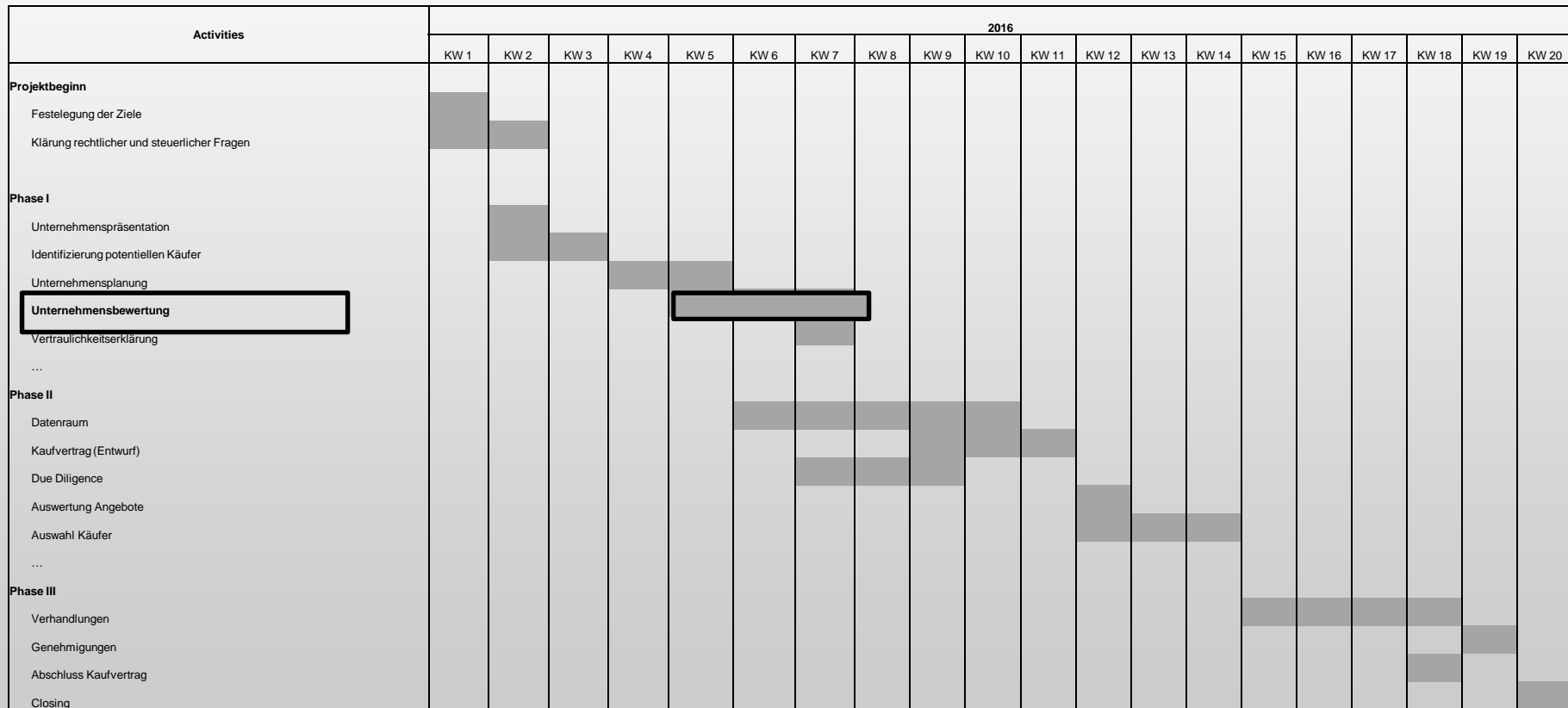


## Kauf/Verkauf von Unternehmen (6)

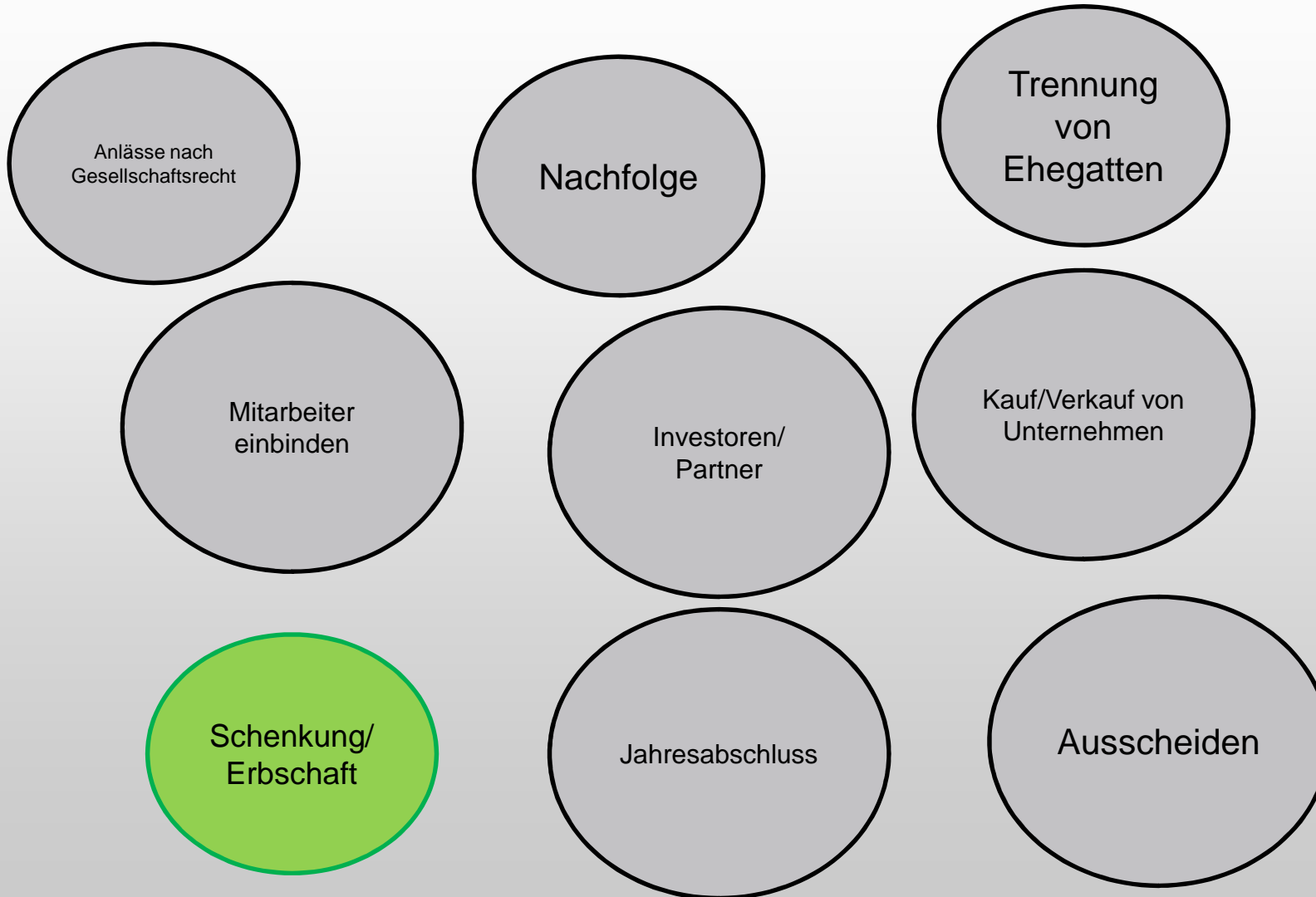
Grundlage der Bewertung ist die Planung



# Kauf/Verkauf von Unternehmen (7)



Zeitbedarf bei einer Verkaufstransaktion ca. 5-6 Monate

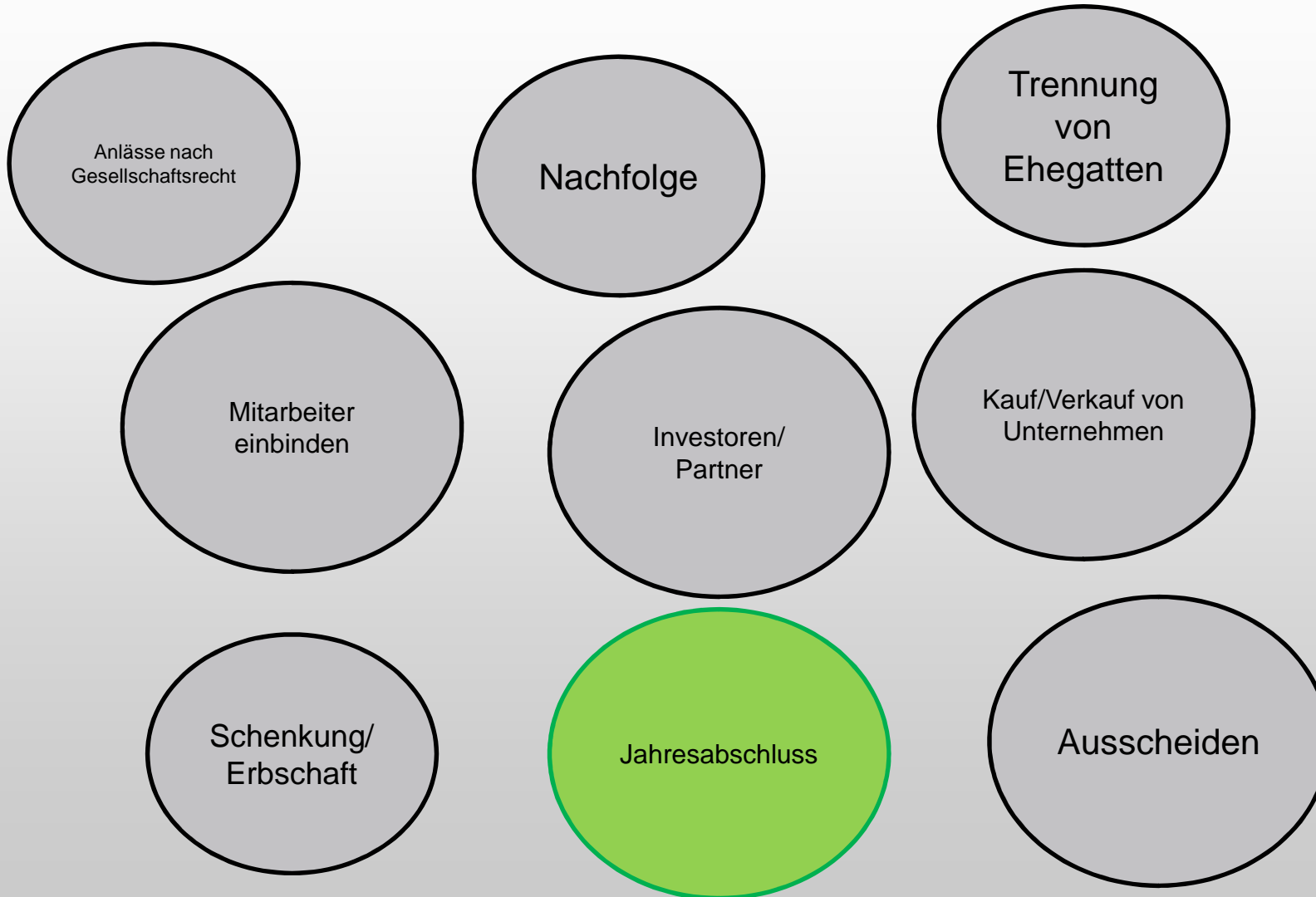


## Schenkung/Erbschaft (1)

- Grundlage: Erbschaftssteuer- und Schenkungsteuergesetz (ErbStG)
- Der Erbschaftssteuer (Schenkungssteuer) unterliegen:
  - der Erwerb von Todes wegen
  - die Schenkungen unter Lebenden
  - die Zweckzuwendungen

## Schenkung/Erbschaft (2)

- Bewertung erfolgt nach den Vorschriften des Bewertungsgesetzes (BewG)
- Nach § 119 ff. BewG können die Anteile an einer Kapitalgesellschaft nach dem vereinfachten Ertragswertverfahren bewertet werden
- Nach § 11 Abs. 2 BewG kann eine andere anerkannte, auch im gewöhnlichen Geschäftsverkehr für nicht steuerliche Zwecke übliche Methode als Bewertungsverfahren herangezogen werden; die §§ 99 und 103 BewG und §§ 199 bis 203 BewG sind zu berücksichtigen.



## Jahresabschluss (1)

- Zweck einer Unternehmensbewertung im Jahresabschluss:
  - Werthaltigkeitstest für Beteiligungen im Jahresabschluss nach HGB
  - Impairment Test für Beteiligungen im Jahresabschluss nach IAS/IFRS
  - Preisallokation (purchase price allocation) nach IAS/IFRS

## Jahresabschluss (2)

### Impairment Test

- Pflicht zur Durchführung eines jährlichen Impairment Tests für Vermögenswerte, die nicht planmäßig abgeschrieben werden. (IAS 36)
- In diese Kategorie fallen immaterielle Vermögenswerte mit unbestimmter Nutzungsdauer, immaterielle Vermögenswerte, die noch nicht betriebsbereit sind (Entwicklungsphase) und der Goodwill (Geschäfts- oder Firmenwert) (IAS 36.10)



## Jahresabschluss (3)

### Impairment Test

- Der Impairment Test (Werthaltigkeitstest) ist eine Überprüfung, ob der Buchwert eines Vermögenswertes seinen erzielbaren Betrag (Marktwert) übersteigt und somit Grund für eine Abschreibung gegeben ist ( IAS 36.8)

#### INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARD 36

##### ZIELSETZUNG

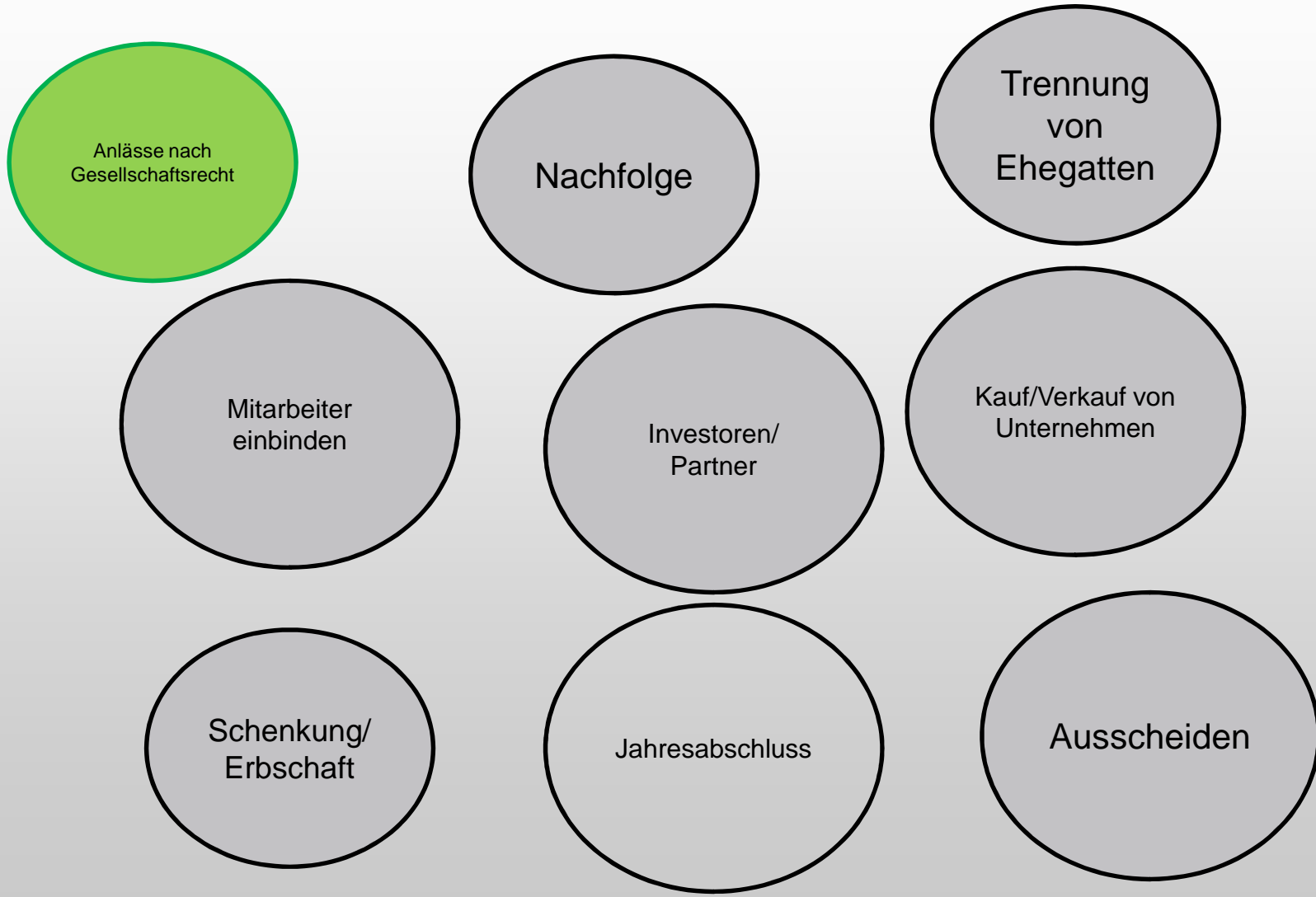
- 1 Die Zielsetzung dieses Standards ist es, die Verfahren vorzuschreiben, die ein Unternehmen anwendet, um sicherzustellen, dass seine Vermögenswerte nicht mit mehr als ihrem erzielbaren Betrag bewertet werden. Ein Vermögenswert wird mit mehr als seinem erzielbaren Betrag bewertet, wenn sein Buchwert den Betrag übersteigt, der durch die Nutzung oder den Verkauf des Vermögenswertes erzielt werden könnte. Wenn dies der Fall ist, wird der Vermögenswert als wertgemindert bezeichnet und der Standard verlangt, dass das Unternehmen einen Wertminderungsaufwand erfasst. Der Standard konkretisiert ebenso, wann ein Unternehmen einen Wertminderungsaufwand aufzuheben hat und schreibt Angaben vor.

## Jahresabschluss (4)

### Impairment Test

#### Vorgehen

- Der Buchwert des Vermögensgegenstandes wird mit dem höheren Wert aus dem Fair Value (Nettoveräußerungspreis oder Nutzungswert) verglichen.
- Ist dieser Betrag niedriger als der Buchwert, dann ist der Buchwert auf diesen Betrag abzuschreiben.



## Bewertung aufgrund gesetzlicher Vorschriften (1)

- BGB, AktG, WpÜG und UmwG schreiben Unternehmensbewertungen vor, insbesondere:
  - Squeeze-Out (§ 327a-f AktG)
  - Freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot (§ 10 WpÜG)
  - Pflichtangebote gemäß § 35 WpÜG
  - Angemessener Ausgleich nach § 305 AktG
  - Angemessene Abfindung nach §§ 305, 320b AktG
  - Umtauschverhältnisse und Abfindungen bei Verschmelzungen, Spaltungen nach dem Umwandlungsgesetz
  - Werthaltigkeitsbestätigungen bei Sachkapitalerhöhungen (§ 182 (3) AktG)
  - Nachgründungsprüfungen (§ 52 AktG)

# Zusammenfassung

## Anlässe für eine Unternehmensbewertung gemäß IDW S 1

<p>Unternehmerische Initiative</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kauf/Verkauf von Unternehmen</li> <li>• Fusionen/Verschmelzung/Spaltung</li> <li>• Zuführung von Eigen- oder Fremdkapital, Sacheinlagen</li> <li>• Börsengang (IPO)</li> <li>• Management Buy Out</li> <li>• ...</li> </ul>
<p>Aus Gründen der externen Rechnungslegung</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kaufpreisallokation</li> <li>• Werthaltigkeitsprüfung/ Impairmenttest</li> <li>• steuerrechtliche Gründe</li> <li>• ...</li> </ul>
<p>Gesellschaftsrechtliche Vereinbarungen/ gesetzliche Vorschriften</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ermittlung der Ausgleichszahlungen bei Eingliederung ins Unternehmen (§320 AktG)</li> <li>• Ermittlung des angemessenen Ausgleichs, der Abfindung</li> <li>• Ermittlung von Barabfindungen im Rahmen der Verschmelzung/ Spaltung</li> <li>• ...</li> </ul>

# Bewertungsverfahren

## Bewertungsverfahren

### Aktuell

- Vereinfachtes Ertragswertverfahren
- Marktorientierte Unternehmensbewertung
- Ertragswertverfahren
- Discounted Cash Flow-Verfahren (DCF-Verfahren)

### Veraltet

- Substanzwert
- Stuttgarter Verfahren

## Bewertungsverfahren

### Aktuell

- Vereinfachtes Ertragswertverfahren
- Marktorientierte Unternehmensbewertung
- Ertragswertverfahren
- Discounted Cash Flow-Verfahren (DCF-Verfahren)

### Veraltet

- Substanzwert
- Stuttgarter Verfahren



## Vereinfachtes Ertragswertverfahren (1)

- Nachfolger des Stuttgarter Verfahrens (abgeschafft in 2008)
- „rein“ steuerliches Konstrukt
- Bemessungsgrundlage der Erbschafts- und Schenkungssteuer
- Bewertung erfolgt nach dem Bewertungsgesetz (BewG)

## Vereinfachtes Ertragswertverfahren (2)

- Formel zur Berechnung des Unternehmenswertes nach § 200 Abs. 1 BewG:

$$\text{Jahresertrag} \cdot \text{Kapitalisierungsfaktor}$$

- Jahresertrag: Durchschnittsertrag aus den Betriebsergebnissen der letzten drei vor dem Bewertungsstichtag abgelaufenen Wirtschaftsjahre
- Kapitalisierungszinssatz (§ 203 BewG): Basiszinssatz + 4,5 % (Zuschlag)
- Kapitalisierungsfaktor :  $1/\text{Kapitalisierungszinssatz}$
- Basiszinssatz: Quelle Bundesministerium der Finanzen

## Vereinfachtes Ertragswertverfahren (3)

	<b>Entwicklung des Basiszinssatzes</b>	<b>Kapitalisierungsfaktor</b>
Januar 2016	1,10 %	17,86
Januar 2015	0,99 %	18,21
Januar 2014	2,59 %	14,10
Januar 2013	2,04 %	15,29
Januar 2012	2,44 %	14,41
Januar 2011	3,43 %	12,61
Januar 2010	3,98 %	11,79
Januar 2009	3,61 %	12,33
Januar 2008	4,58 %	11,01
Januar 2007	4,02 %	11,74

## Vereinfachtes Ertragswertverfahren (4)

- keine Berücksichtigung von „betriebswirtschaftlichen“ Gesichtspunkten → keine adäquate Wertermittlung eines Unternehmens im Einzelfall
- Im Gegensatz zum Stuttgarter Verfahren ermöglicht das Gesetz beim vereinfachten Ertragswertverfahren ausdrücklich den Vergleich mit einem "zukunftsbezogenen, betriebswirtschaftlichen“ Unternehmensbewertungsverfahren als Vergleichsmaßstab.

## Bewertungsverfahren

### Aktuell

- Vereinfachtes Ertragswertverfahren
- Marktorientierte Unternehmensbewertung
- Ertragswertverfahren
- Discounted Cash Flow-Verfahren (DCF-Verfahren)

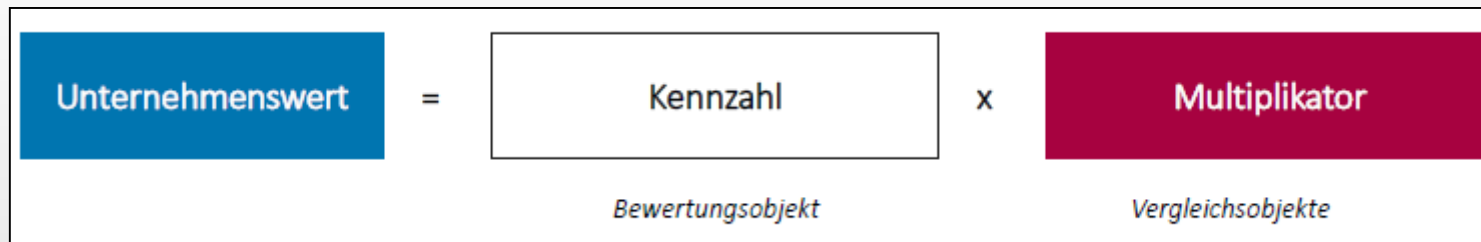
### Veraltet

- Substanzwert
- Stuttgarter Verfahren

## Marktorientierte Unternehmensbewertung (1)

- marktorientierte Bewertungsverfahren, auch "Multiplikatorverfahren" oder "Market Approach"
- Grundidee: die Ermittlung des Unternehmenswertes durch Verwendung aktueller Marktpreise

## Marktorientierte Unternehmensbewertung (2)



- zwei Arten:
  - Equity-Multiplikatoren
  - Entity-Multiplikatoren

## Marktorientierte Unternehmensbewertung (3)

### Equity-Multiplikatoren

- KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis)
- PEG (Price-Earnings-to-Growth-Verhältnis)
- KCV (Kurs-Cash-Flow-Verhältnis)

### Entity-Multiplikatoren

- EV/Umsatz
- EV/EBITDA
- EV/EBIT

EV = Enterprise Value  
EV = Marktkapitalisierung +  
Verbindlichkeiten ./. Liquide Mittel



## Marktorientierte Unternehmensbewertung (3)

### Equity-Multiplikatoren

- KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis)
- PEG (Price-Earnings-to-Growth-Verhältnis)
- KCV (Kurs-Cash-Flow-Verhältnis)

### Entity-Multiplikatoren

- EV/Umsatz
- EV/EBITDA
- EV/EBIT

EV = Enterprise Value  
EV = Marktkapitalisierung +  
Verbindlichkeiten ./. Liquide Mittel

## Kurs-Gewinn-Verhältnis (3/1)

$$KGV = \frac{\text{aktueller Aktienkurs}}{\text{jährlicher Gewinn pro Aktie}}$$

- Verhältnis des Kurses einer Aktie zu dem auf diese Aktie entfallenden Gewinn der Aktiengesellschaft.
- Es gibt an, mit dem Wievielfachen des erwarteten Unternehmensgewinns eine Aktie aktuell an der Börse bewertet wird bzw. welchen Betrag ein Investor für 1 € Gewinn zu zahlen hat.

## Kurs-Gewinn-Verhältnis (3/2)

Beispiel: K+S; Quelle: [www.boerse-frankfurt.de](http://www.boerse-frankfurt.de); Stand 23. November 2015

Fundamentale Kennzahlen	
Dividende in € (2014) / Sonderdividende in € (-)	0,900 / k.A.
Dividenden-Rendite in %	3,67
Erwartete Dividende *	0,90
<b>KGV</b>	<b>12,77</b>
Gewinn je Aktie (brutto) in €	2,790
Gewinn je Aktie (netto) in €	1,920
Anzahl Aktien	191,40 Mio.
Marktkapitalisierung in Mio €	4.694,47

\* Die erwartete Dividende errechnet sich aus aktuellen Optionsprämien an der Eurex. Sie kann daher von der Prognose des Emittenten abweichen.

Bezugsgröße Bewertungsobjekt	*	Multiplikator Vergleichs- unternehmen
↓		↓
JÜ	*	$KGV = \frac{\text{Aktienkurs}}{\text{JÜ je Aktie}}$

## Price-Earnings-to-Growth-Verhältnis (3/3)

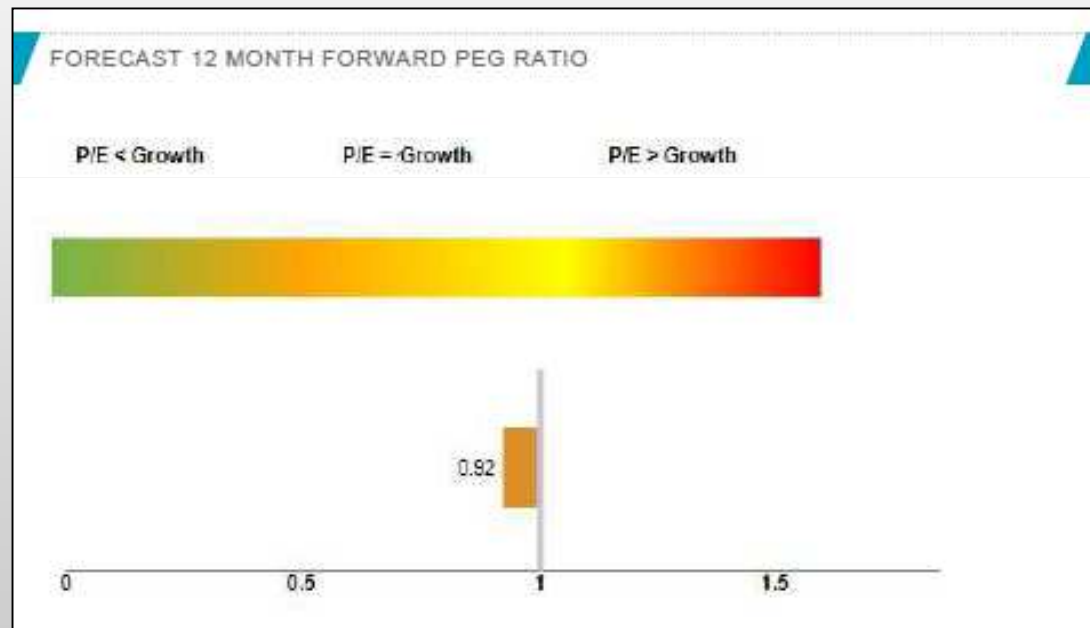
- Kurs-Gewinn-Wachstums-Verhältnis

$$PEG = \frac{\text{Kurs - Gewinn - Verhältnis (KGV)}}{\text{erwartetes prozentuales Gewinnwachstum}}$$

- Als grobe Abschätzung gilt: Bei einem PEG kleiner 1 gilt die Aktie als unterbewertet, bei einem Wert größer 1 als überbewertet

## Price-Earnings-to-Growth-Verhältnis (3/4)

- Beispiel: Apple Inc.; Quelle: [www.nasdaq.de](http://www.nasdaq.de); Stand 23. November 2015



## Kurs-Cash-Flow-Verhältnis (3/5)

- Bewertung der Entwicklung der zukünftigen Ertragskraft eines Unternehmens und Vergleich verschiedener Unternehmen

$$KCV = \frac{\text{Aktienkurs}}{\text{Cash - Flow pro Aktie}}$$

- wie viel der Anleger für eine Einheit Cash Flow „bezahlen“ muss
- Je niedriger desto besser, sofern eine niedrige Bewertung nicht in anderen Ursachen – etwa geringere Kapitalrendite und geringeres Wachstum – liegen

## Marktorientierte Unternehmensbewertung (4)

### Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)

#### Vorteile:

- Berücksichtigung unternehmensindividueller Unterschiede bzgl. der Ertragskraft
- Weite Verbreitung (z.B. DAX: tägliche Berechnung)

#### Nachteile:

- Eingeschränkte Aussagekraft durch besonders starken Einfluss unterschiedlicher Rechnungslegungsvorschriften
- Beeinflussung durch Verschuldungsgrad

### Price-Earnings-to-Growth-Verhältnis (PEG)

#### Vorteile:

- Wie bei KGV
- Explizite Berücksichtigung des Unternehmenswachstums

#### Nachteile:

- Wie bei KGV

### Kurs-Cash-Flow-Verhältnis (KCV)

#### Vorteile:

- Bessere internationale Vergleichbarkeit
- Geringe Verzerrung durch unterschiedliche Rechnungslegungsvorschriften

#### Nachteile:

- Beeinflussung durch Verschuldungsgrad

## Marktorientierte Unternehmensbewertung (5)

### Equity-Multiplikatoren

- KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis)
- PEG (Price-Earnings-to-Growth-Verhältnis)
- KCV (Kurs-Cash-Flow-Verhältnis)

### Entity-Multiplikatoren

- EV/Umsatz
- EV/EBITDA
- EV/EBIT

EV = Enterprise Value  
EV = Marktkapitalisierung +  
Verbindlichkeiten ./. Liquide Mittel



## Entity-Multiplikatoren (5/1)

- Beispiel: K+S; Quelle: <http://www.k-plus-s.com/de/ks-aktie/kennzahlen/>; Stand 23. November 2015

		2014	2013	2012	2011	2010
Unternehmenswert (EV) am 31.12.	Mrd. €	8,1	5,3	7,5	7,3	11,5
Unternehmenswert zu Umsatz (EV/Umsatz)	x-fach	1,8	1,4	1,9	1,8	2,5
Unternehmenswert zu EBITDA (EV/EBITDA) <sup>7)</sup>	x-fach	8,8	5,9	7,3	8,4	12,1
Unternehmenswert zu EBIT (EV/EBIT)	x-fach	9,5	8,1	9,3	8,0	16,1

## Entity-Multiplikatoren (5/2)

- Branchenbezogene Multiplikatoren; Quelle: [www.finance-magazin.de](http://www.finance-magazin.de), wird monatlich veröffentlicht

EBIT- und Umsatzmultiplikatoren für den Unternehmenswert, Oktober 2015								
BRANCHE	BÖRSEN-MULTIPLES		EXPERTEN-MULTIPLES SMALL-CAP*				EXPERTEN-MUL	
	EBIT-Multiple	Umsatz-Multiple	EBIT-Multiple		Umsatz-Multiple		EBIT-Multiple	
			von	bis	von	bis	von	bis
Beratende Dienstleistungen	-	-	6,1 ↓	8,3 ↓	0,62 ↓	1,05 ↓	6,9	8,9 ↓
Software	13,9	1,06	6,9 ↓	9,4 ↓	0,99 ↑	1,52 ↓	7,6 ↑	10,5 ↓
Telekommunikation	15,7	1,73	7,1 ↑	9,2 ↑	0,77 ↑	1,05	7,6 ↓	10,0 ↓
Medien	15,9	3,69	6,2	8,4	0,74 ↓	1,20 ↓	7,1	9,6 ↑
Handel und E-Commerce	8,9	0,49	6,3 ↑	8,7 ↑	0,61 ↑	0,98 ↓	7,3	10,2 ↓
Transport, Logistik und Touristik	10,2	0,56	6,4	8,3 ↑	0,54 ↑	0,84 ↑	7,3 ↑	9,9 ↑
Elektrotechnik und Elektronik	16,2	1,92	7,1 ↓	9,0 ↓	0,58	0,91	7,4 ↓	9,7 ↑
Fahrzeugbau und -zubehör	11,9	1,06	6,3 ↓	8,2 ↓	0,63	0,95 ↑	6,8 ↑	9,0 ↑
Maschinen- und Anlagenbau	14,5	1,27	6,3	8,5 ↑	0,63 ↑	0,94	7,5	9,7 ↑
Chemie und Kosmetik	11,9	1,21	7,2	9,1 ↓	0,80 ↓	1,20 ↓	7,4 ↓	9,8 ↑
Pharma	13,1	1,78	8,1	10,2 ↓	1,18 ↓	1,61 ↓	8,6 ↓	10,9 ↓
Textil und Bekleidung	12,9	1,34	6,1 ↑	7,8 ↓	0,69	1,00 ↓	6,7 ↑	8,8 ↑
Nahrungs- und Genussmittel	8,3	0,52	6,6 ↓	8,7 ↓	0,77 ↓	1,13 ↓	7,7 ↑	10,4 ↑
Gas, Strom, Wasser	13,4	0,63	6,1	8,1 ↑	0,73 ↓	1,09 ↓	7,1 ↓	9,1 ↓
Umwelttechnologie und erneuerbare Energien			6,0 ↓	8,2 ↑	0,76	1,08 ↓	6,8 ↓	9,3 ↓
Bau und Handwerk	13,5	1,55	5,7	7,5	0,54 ↓	0,78 ↓	6,6 ↑	8,2 ↓

\* Small-Cap: Unternehmensumsatz unter 50 Mio. Euro; Mid-Cap: 50-250 Mio. Euro;  
Large-Cap: über 250 Mio. Euro; Pfeile zeigen niedrigeren/gestiegenen Wert gegenüber vorherigem Wert.

## Marktorientierte Unternehmensbewertung (6)

### EV/Umsatz

#### Vorteile:

- Bessere Vergleichbarkeit unterschiedlich finanzierter Unternehmen
- Wertermittlung auch für ertragslose Unternehmen möglich
- Weitgehende Unabhängigkeit von Bilanzpolitik

#### Nachteile:

- Eingeschränkte Aussagekraft, da die unternehmensindividuelle Ertragskraft bzw. Kostenstruktur einfließen

### EV/EBITDA

#### Vorteile:

- Bessere Vergleichbarkeit unterschiedlich finanzierter Unternehmen
- Eliminierung von buchhalterischen Unterschieden bzgl. der Abschreibungen
- Berücksichtigung der unternehmensindividuellen Ertragskraft

#### Nachteile:

- Unterstellung von identischen Kapitalintensität bzw. Abschreibungsquoten
- Unterstellung vergleichbarer Zinsdeckungs- und Steuerquoten

### EV/EBIT

#### Vorteile:

- Bessere Vergleichbarkeit unterschiedlich finanzierter Unternehmen
- Berücksichtigung der unternehmensindividuellen operativen Ertragskraft
- Berücksichtigung des unterschiedlichen Investitionsbedarfs und Kapitalintensitäten

#### Nachteile:

- Bewertungsverzerrung durch bilanzpolitische Beeinflussung der Abschreibungen möglich
- Unterstellung vergleichbarer Zinsdeckungs- und Steuerquoten

## Bewertungsverfahren

### Aktuell

- Vereinfachtes Ertragswertverfahren
- Marktorientierte Unternehmensbewertung
- Ertragswertverfahren
- Discounted Cash Flow-Verfahren (DCF-Verfahren)

### Veraltet

- Substanzwert
- Stuttgarter Verfahren

## Ertragswertverfahren (1)

- „Das Ertragswertverfahren ermittelt den Unternehmenswert durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, wobei diese üblicherweise aus den für die Zukunft geplanten Jahresergebnissen abgeleitet werden.“ (IDW S 1; Tz. 102)

## Ertragswertverfahren (2)

- Phasenmodelle

<u>ohne Wachstum</u>	<u>mit Wachstum</u>
$EW = \sum_{t=1}^T \frac{E_t}{(1+r)^t} + \frac{E_{T+1}}{r \cdot (1+r)^T}$	$EW = \sum_{t=1}^T \frac{E_t}{(1+r)^t} + \frac{E_T \cdot (1+w)}{(r-w) \cdot (1+r)^T}$

- Detailplanungszeitraum (Phase I)
  - zwischen 3 und 5 Jahre
  - Variable Ausschüttung mit konstantem Wachstum
- Ewige Rente (Phase II)
- Kapitalisierungszinssatz ( $r$ ) = Rendite der Alternativinvestition
  - CAPM (Capital Asset Pricing Model)

↓  
Phase I

↓  
Phase II

$$K_{EK} = r_f + \beta \cdot (r_M - r_f)$$

## Ertragswertverfahren (3)

Berechnung der diskontierten Jahresergebnisse						
Jahr		2016	2017	2018	2019	2020
Periodenergebnis		9	12	18	21	24
Private Steuerbelastung	26,20%	-2	-3	-5	-5	-6
Periodenergebnis nach Steuern		7	9	13	16	18
Diskontierungsperioden (Anzahl)		1	2	3	4	5
Diskontierungsfaktor		6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%
diskontiertes Periodenergebnis		6	8	11	13	14

Phase I

Berechnung der ewigen Rente	
Annahme: das Unternehmen wird in dem Zeitraum, der auf die oben dargestellte Planung folgt, unabhängig von der Entwicklung der einzelnen Posten, jährlich in etwa dieselben Überschüsse erwirtschaften, wie im letzten Planjahr	
Jahresüberschuß des letzten Planjahres	18
Zinsfaktor für die ewige Rente auf Basis des Kapitalkostensatzes (s.o) in Jahr 5	16,38
Wert der ewigen Rente in Jahr 5	296
Barwert der Rente im Erwerbszeitpunkt	220

Phase II

## Bewertungsverfahren

### Aktuell

- Vereinfachtes Ertragswertverfahren
- Marktorientierte Unternehmensbewertung
- Ertragswertverfahren
- Discounted Cash Flow-Verfahren (DCF-Verfahren)

### Veraltet

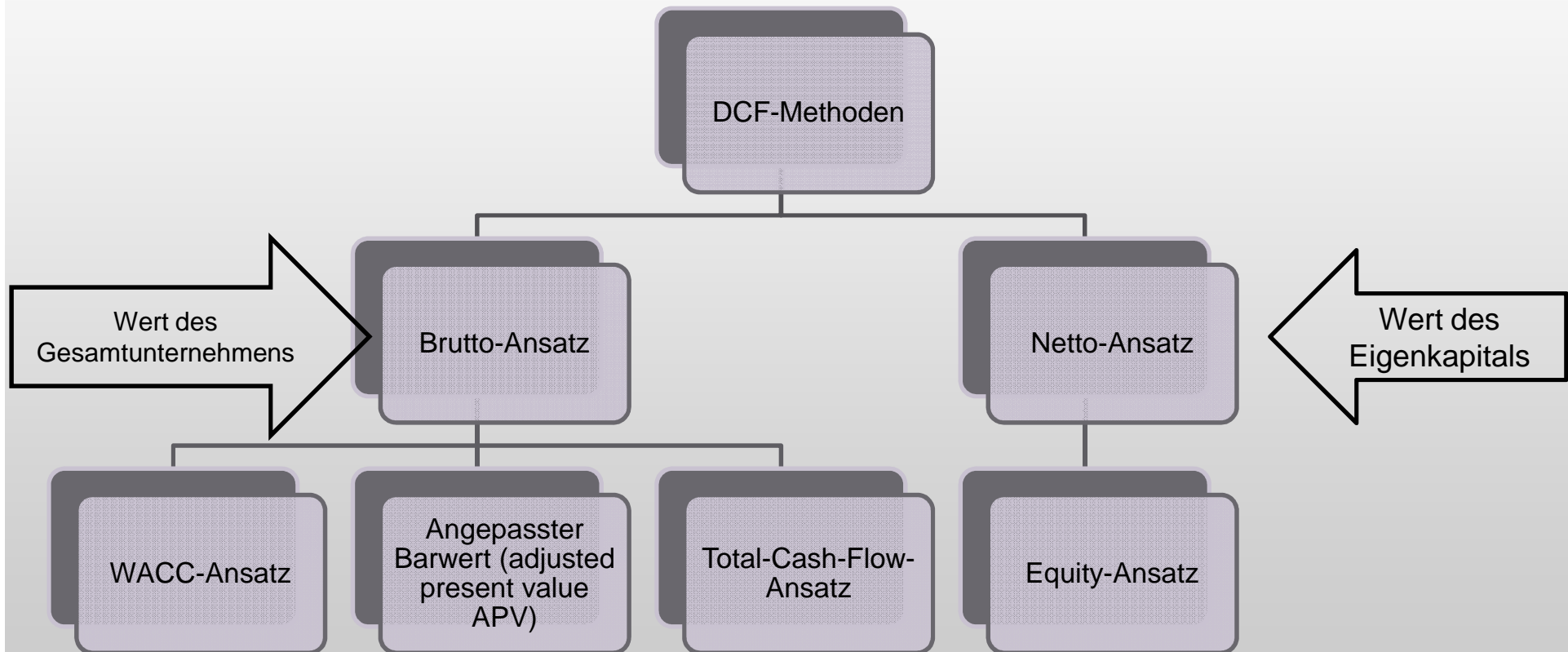
- Substanzwert
- Stuttgarter Verfahren



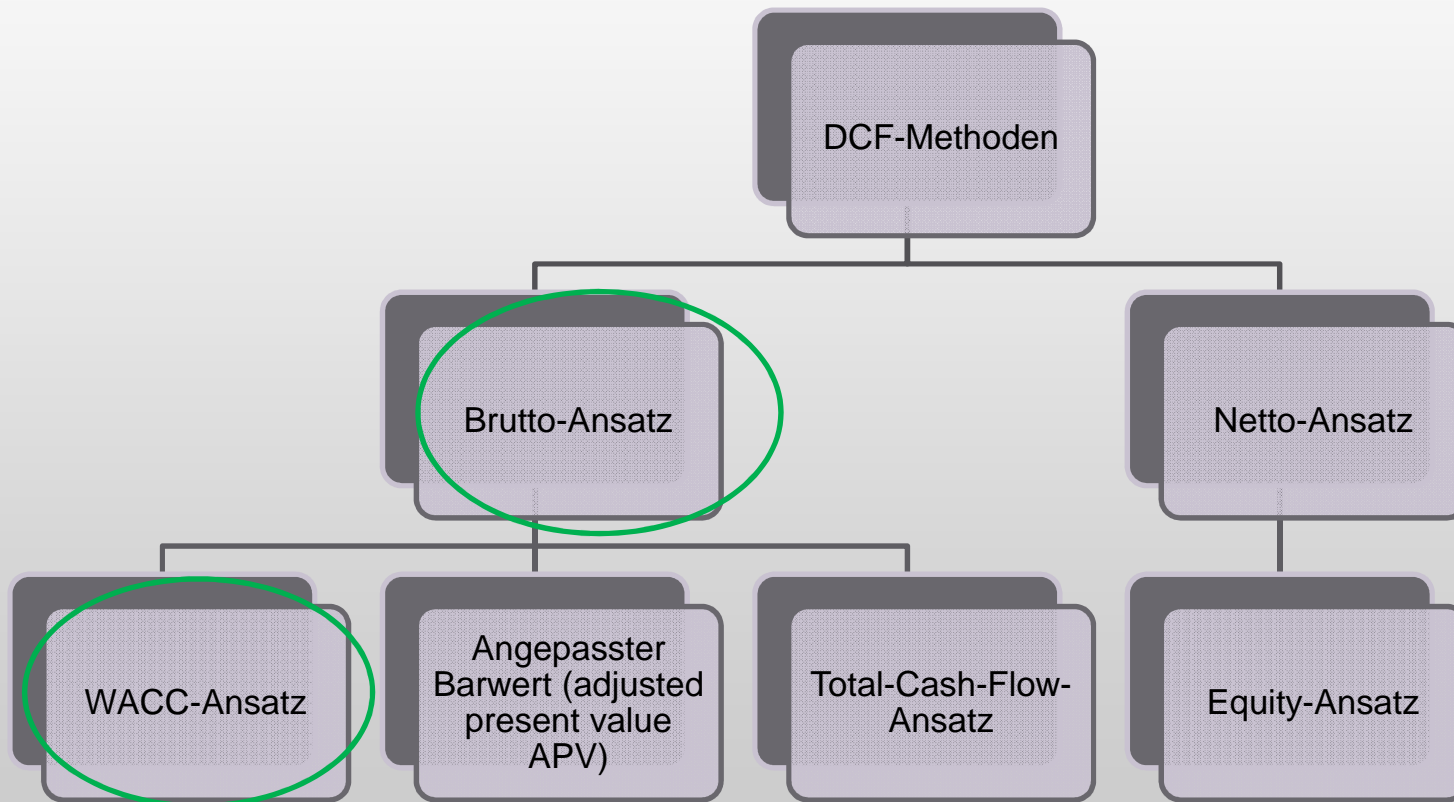
## Discounted-Cash-Flow-Verfahren (1)

- anglo-amerikanische Bewertungspraxis
- der Wert eines Unternehmens wird durch Diskontierung von Free Cash Flows ermittelt
- Der Free Cash Flow ist der Kapitalfluss, der allen Kapitalgebern (FK & EK) zur Verfügung steht
- zwei Ansätze: die Bruttokapitalisierung und die Nettokapitalisierung

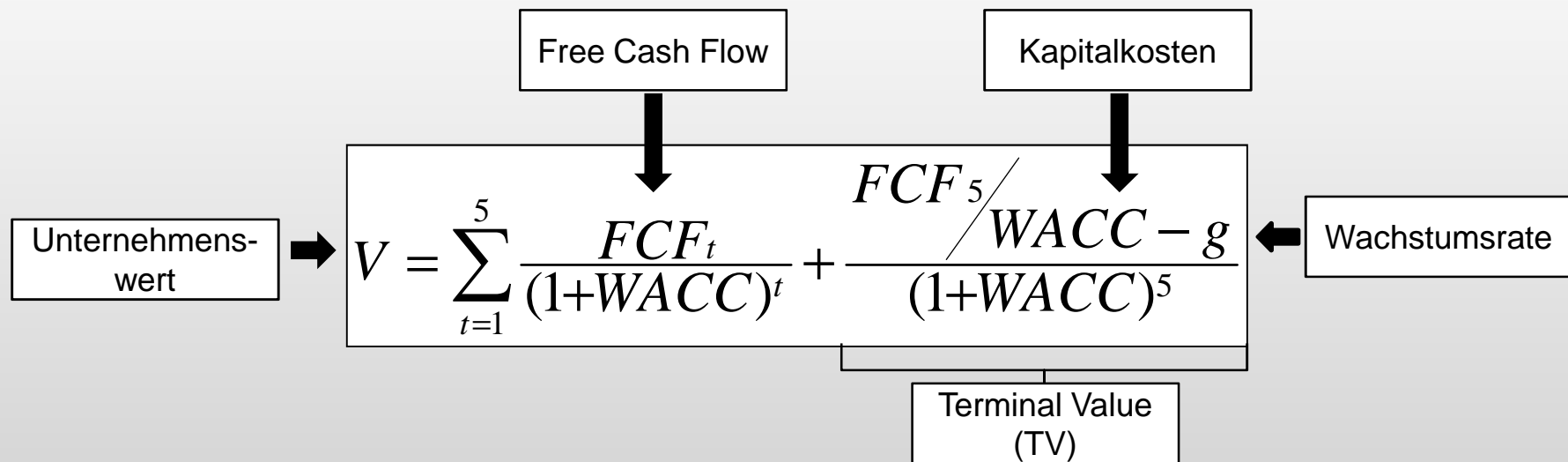
## Discounted-Cash-Flow-Verfahren (2)



## Discounted-Cash-Flow-Verfahren (2/1)

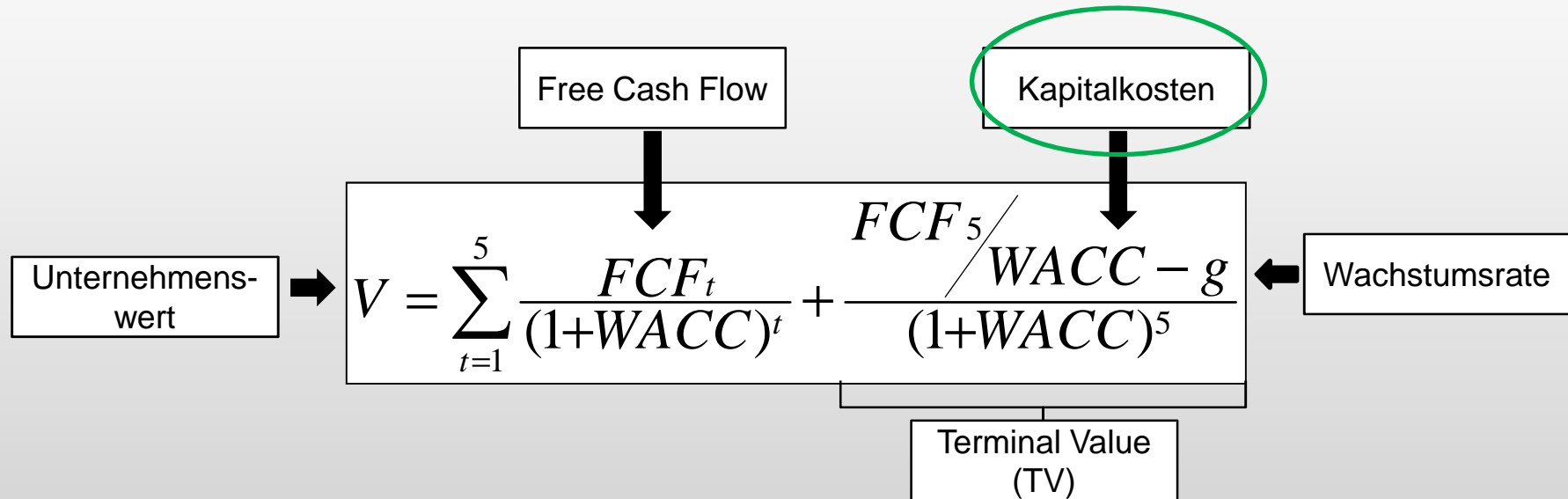


## Discounted-Cash-Flow-Verfahren (2)



WACC = Weighted Average Cost of Capital

## Discounted-Cash-Flow-Verfahren (2/1)



## Discounted-Cash-Flow-Verfahren (2/2)

- Zur Diskontierung der Free Cash Flows werden beim WACC-Ansatz die gewogenen Kapitalkosten herangezogen
- Die Ermittlung der Kapitalkosten ist ein wesentlicher Bestandteil von Unternehmensbewertungen
- Die gewogenen Kapitalkosten lassen sich als Summe aus den gewichteten Eigen- und Fremdkapitalkosten darstellen.
- In den gewogenen Kapitalkosten wird zusätzlich der Vorteil der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen (das sog. Tax Shield) berücksichtigt.

## Discounted-Cash-Flow-Verfahren (2/3)

Formel zur Ermittlung der gewogenen Kapitalkosten:

$$WACC = \frac{E}{V} k_e + \frac{D}{V} k_d (1 - T_c)$$

E = Marktwert des Eigenkapitals  
D = Marktwert des Fremdkapitals  
V = D + E  
K<sub>e</sub> = Eigenkapitalkosten  
K<sub>d</sub> = Fremdkapitalkosten  
T<sub>c</sub> = Grenzsteuersatz  
(Regelsteuersatz)

## Discounted-Cash-Flow-Verfahren (2/4)

- Zur Ermittlung der EK-Kapitalkosten wird meist das Capital Asset Pricing Model (CAPM) verwendet
- Die Eigenkapitalkosten setzen sich aus drei Faktoren zusammen:
  - Risikoloser Zinssatz (risk-free rate)
  - Risikoprämie (risk premium)
  - Unternehmensspezifische Risiko-Anpassung (Beta)

$$K_{EK} = r_f + \beta \cdot (r_M - r_f)$$

risikoloser Zins

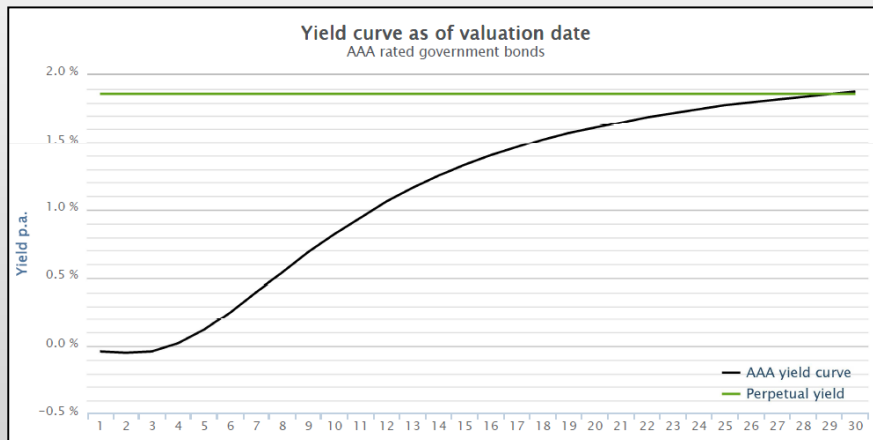
Beta

Marktrisikoprämie



## Discounted-Cash-Flow-Verfahren (2/5)

- Der risikoloser Zinssatz stellt die Minimumanforderung eines Investors dar
- Die Anforderungen der Risikolosigkeit erfüllen generell die Staatsanleihen



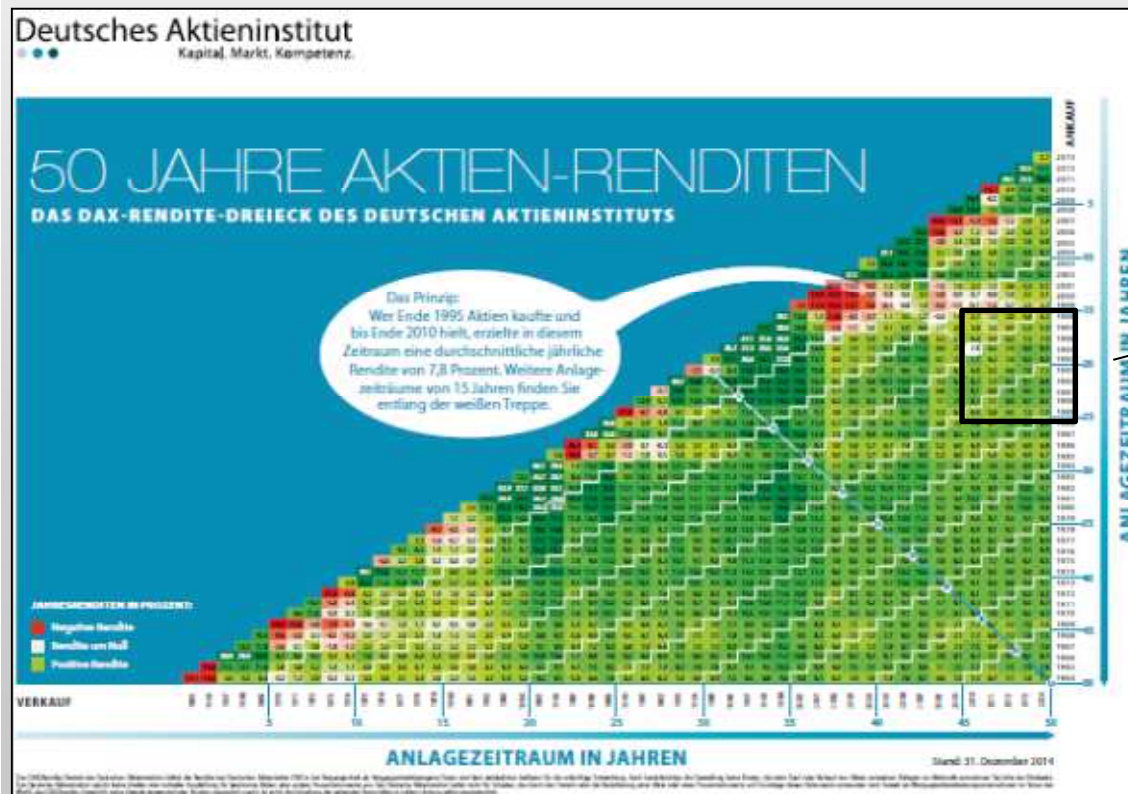
Quelle: [www.basiszinskurve.de](http://www.basiszinskurve.de)

Wert nach IDW konformer Svensson-Methode zum 31.12.2014: **1,863 %**  
(vor Steuern)

		Remaining time to maturity in years															
t	Perpetual	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
%		-0.04	-0.05	-0.04	0.02	0.12	0.25	0.4	0.54	0.69	0.82	0.94	1.06	1.16	1.25	1.33	
t	1.863%	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	
%		1.4	1.46	1.52	1.57	1.61	1.65	1.69	1.72	1.75	1.78	1.8	1.82	1.84	1.86	1.88	

## Discounted-Cash-Flow-Verfahren (2/6)

- Marktrisikoprämie (MRP) = durchschnittliche Eigenkapitalrenditeforderung des Marktes (z.B. DAX-Rendite)



8,9	8,7	1985
8,9	8,7	1984
9,0	8,8	1983
10,0	9,7	1982
10,2	10,0	1981
10,0	9,8	1980

Bsp.: Wer 1984 DAX-Aktien kaufte und bis Dezember 2014 hielt, erzielte in diesem Zeitraum eine durchschnittliche jährliche Rendite von **8,7 % (vor Steuern)**

Quelle: Deutsches Aktieninstitut, [www.dai.de](http://www.dai.de)

## Discounted-Cash-Flow-Verfahren (2/7)

Aktuelle Rechtsprechung zur Marktrisikoprämie:

**Tab. 1: Ausgewertete Entscheidungen der aktuellen Rspr. zur Marktrisikoprämie, Stand: 30.06.2015**

Lfd. Nr.	Entscheidung	Bewertungsstichtag
1	LG Hamburg vom 23.04. 2014 – 417 HKO 111/12	22.12.2011
2	LG Hamburg vom 03.03.2014 – 412 HKO 111/12	24.06.2012
3	OLG Hamburg vom 22.12.2014 – 13 W 65/14	24.06.2012
4	LG Hamburg vom 29.06.2015 – 412 HKO 178/12	13.07.2012
5	LG München I vom 28.05.2014 – 5 HKO 22657/12	27.08.2012
6	LG Hamburg vom 21.03.2014 – 417 HKO 205/12	31.08.2012
7	LG Frankfurt/M. vom 27.05.2014 – 3-05 O 34/13	18.10.2012
8	LG Berlin vom 02.12.2014 – 102 O 241/12	09.11.2012
9	LG Frankfurt/M. vom 25.11.2014 – 3-05 O 43/13	18.12.2012
10	LG Frankfurt/M. vom 16.12.2014 – 3-05 O 164/13	19.12.2012
11	LG Hamburg vom 26.09.2014 – 403 HKO 19/13	28.12.2012

**LG Frankfurt/M:** MRP i.H.v. 6% nach Steuern wird akzeptiert, insgesamt Bedenken hinsichtlich der FAUB-Empfehlung; Tendenz: MRP 4,5 % nach Steuern

**LG Hamburg:** vor der Anpassung der Bandbreite 4,5 %; nach der FAUB-Empfehlung 5,5 % für angemessen

**LG München:** die Empfehlung wird wegen der speziellen Annahmen als nicht hinreichend tauglich erachtet.

**LG Berlin:** eine mittels CAPM ermittelte MRP könnte als Grundlage herangezogen werden, sofern der konkreter Bewertungsfall einer kritischen Prüfung hinsichtlich Plausibilität unterzogen wird. Alleinige Orientierung an die Empfehlung wird nicht befürwortet.

## Discounted-Cash-Flow-Verfahren (2/8)

- Der Betafaktor ist ein Maß für das systematische Risiko
- Systematisches Risiko setzt sich aus zwei Komponenten zusammen:
  - Operating Beta: Geschäftsrisiko (Investitionsrisiko, Business Risk); beeinflusst durch die Branche bzw. den Industriezweig
  - Financial Beta: Kapitalstrukturrisiko (finanzwirtschaftliches Risiko, Financial Risk); beeinflusst durch den Verschuldungsgrad

**Bei einem höheren Fremdkapitalanteil in der Finanzierungsstruktur steigt das Risiko für den nachrangigen EK-Investor → Beta steigt entsprechend**

## Discounted-Cash-Flow-Verfahren (2/9)

- Bei börsennotierten Unternehmen: Ermittlung des Betafaktors auf der Basis einer linearen Regression der Renditen
- Bei nicht börsennotierten Unternehmen: Ableitung des Betafaktors über die Renditen geeigneter börsennotierter Vergleichsunternehmen (Peer Group)
- Quelle: OnVista; technische Kennzahlen

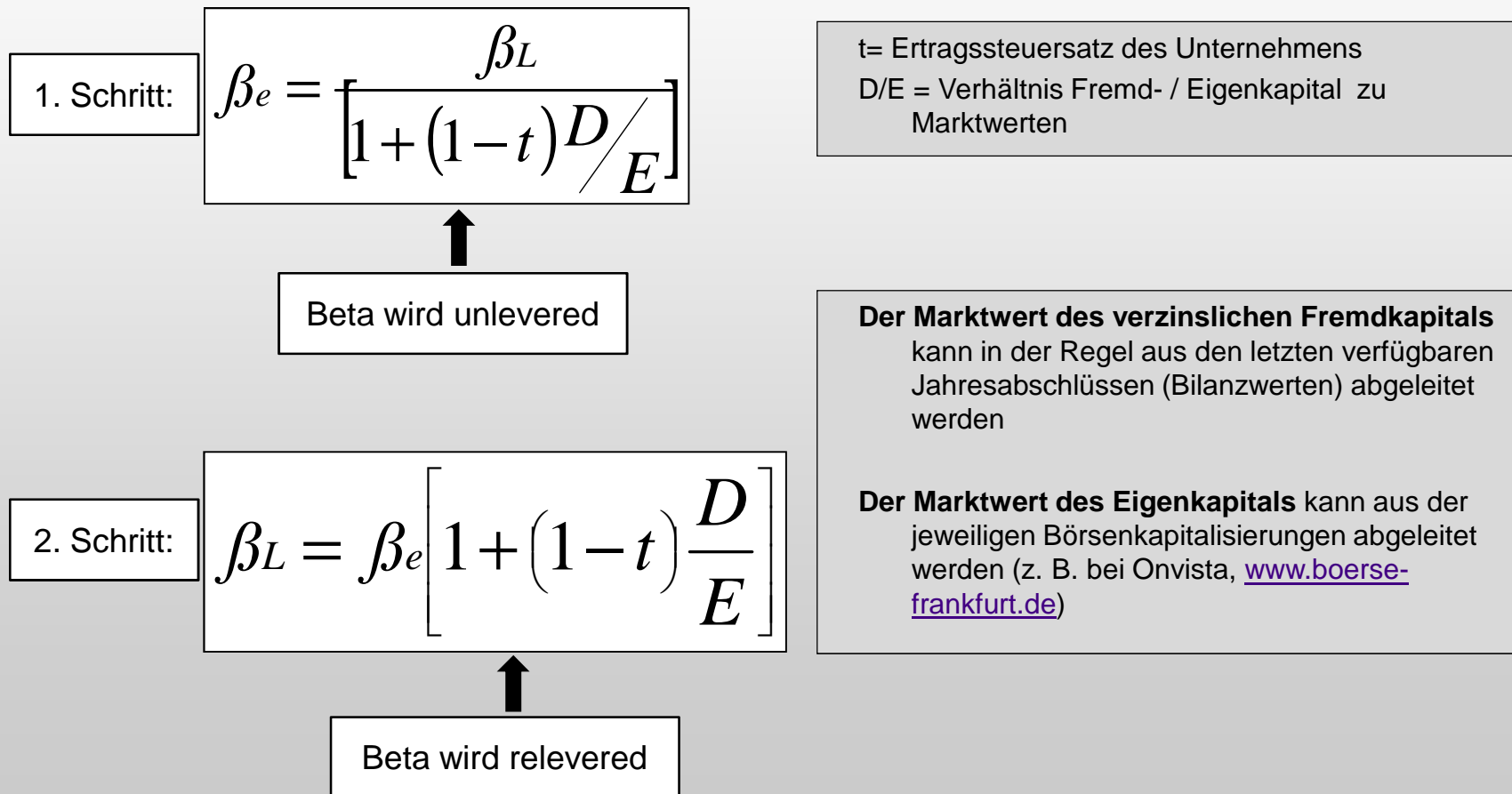
## Discounted-Cash-Flow-Verfahren (2/10)

- In der Regel werden sich die Kapitalstrukturen des Bewertungsobjekts und der Vergleichsunternehmen voneinander unterscheiden

→Lösung:

1. Schritt: Bereinigung des Betafaktors der Peer Group um die Kapitalstruktur (Unlevering)
2. Schritt: Der unverschuldete Betafaktor der Peer Group wird anschließend dem Verschuldungsgrad des Bewertungsobjekts (zu Marktwerten) angepasst (Relevering)

## Discounted-Cash-Flow-Verfahren (2/11)





## Discounted-Cash-Flow-Verfahren (2/12)

Unternehmensbewertung zum 31. Dezember 2015									
		250 Tage	Fremdkapital	Umrechnung	Fremdkapital (verzinslich) in TEUR	Eigenkapital (Marktwert in TEUR)	Verschuldungsgrad	Steuerquote	Beta (unlevered)
1	Infosys Ltd.	0,90	\$2.000	0,8893	1.779	35.577.000	0,0000499935	34,61%	0,90
2	Simulations Plus, Inc.	0,26	\$3.604	0,8938	3.221	145.050	0,0222083921	32,50%	0,26
3	Cognizant Technology Sol. Corp.	1,3	\$1.637.502	0,8226	1.347.042	37.280.330	0,0361327782	25,20%	1,27
4	Qualcomm Inc.	1,01	\$10.969.000	0,8933	9.799.046	70.310.260	0,1393686563	16%	0,90
	Summe	3,47	Summe						3,33
	Durchschnitt Beta (levered)	0,87	Durchschnitt Beta (unlevered)						<b>0,83</b>



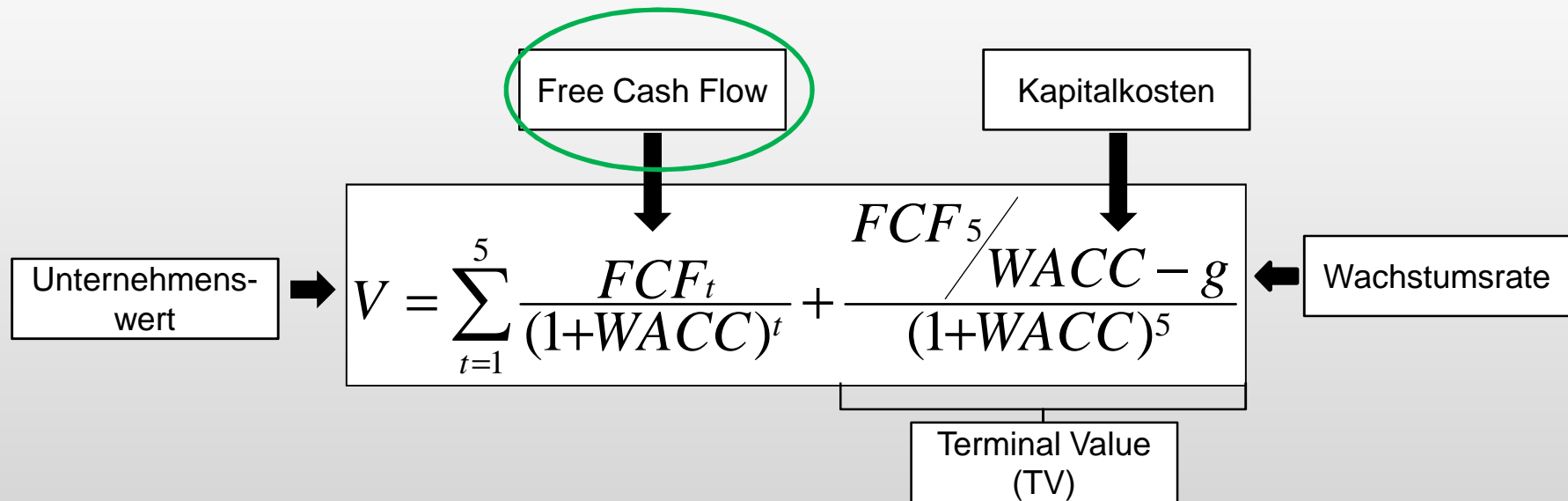
## Discounted-Cash-Flow-Verfahren (2/13)

- Ermittlung der Fremdkapitalkosten
  - relativ unproblematisch
  - Orientierung an bestehenden bzw. zukünftig geplanten Kreditverträgen

## Discounted-Cash-Flow-Verfahren (2/14)

<b>Ermittlung des relevanten Zinssatzes</b>						
Ermittlung der Kapitalkosten						
risikofreier Basiszinssatz (nach Steuern)		1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Risikoprämie nach Steuern		6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Betafaktor unverschuldet (unlevered Beta)		0,83	0,83	0,83	0,83	0,83
Steuerquote des Bewertungsobjekts		5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Steuerquote Anteilseigner		1,49%	1,49%	1,49%	1,49%	1,49%
Betafaktor verschuldet (relevered Beta)		0,85	0,85	0,84	0,84	0,83
individuelle Marktrisikoprämie		5,12%	5,08%	5,05%	5,02%	5,00%
Kapitalkostensatz für Eigenkapital		6,62%	6,58%	6,55%	6,52%	6,50%
Fremdkapitalzins vor Steuern		5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Steuerquote des Bewertungsobjekts (Tax Shield)		5%	5%	5%	5%	5%
Fremdkapitalzins nach Steuern		5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
<i>WACC-Ermittlung</i>		<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Eigenkapital (Marktwert)		73.070	73.733	75.242	78.873	79.981
Fremdkapital (verzinslich)		1.983	1.483	983	483	233
Gewichtung						
Eigenkapital		0,9736	0,9803	0,9871	0,9939	0,9971
Fremdkapital		0,0264	0,0197	0,0129	0,0061	0,0029
WACC		6,6%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%

## Discounted-Cash-Flow-Verfahren (2/15)



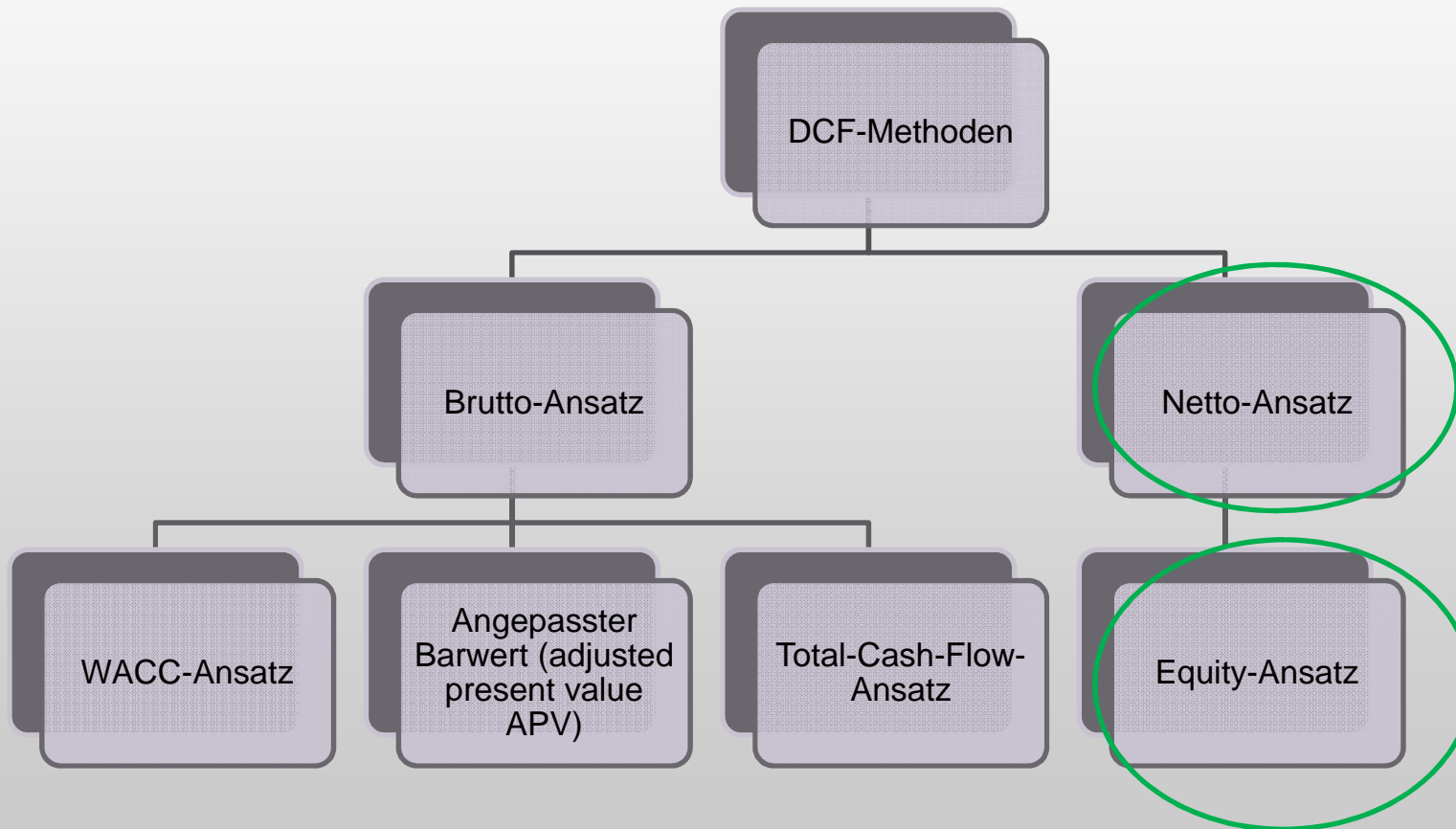
## Discounted-Cash-Flow-Verfahren (2/16)

- Der Cash Flow ist ein wichtiger Indikator für:
  - die Innenfinanzierungskraft
  - die gegenwärtige und künftige Ertragskraft
  - die Ausschüttungsfähigkeit eines Unternehmens

	Jahresergebnis
+	Fremdkapitalzinsen
-	Unternehmensteuer-Ersparnis infolge der Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen (tax shield)
+	Abschreibungen und andere zahlungsunwirksame Aufwendungen
-	zahlungsunwirksame Erträge
-	Investitionsauszahlungen abzüglich Einzahlungen aus Desinvestitionen
+/-	<u>Verminderung/Erhöhung des Nettoumlaufvermögens</u>
=	Free Cashflow

IDW S 1, Tz 127

# Discounted-Cash-Flow-Verfahren



## Equity-Ansatz

- Nur die Zahlungsströme (Nettoeinnahmen bzw. Ausschüttungen) an die Eigenkapitalgeber (Eigentümer) werden diskontiert
  - Dividenden, Entnahmen, Kapitalrückzahlungen, Gutschriften etc.

$$E = \sum_{t=1}^T \frac{E[FCF_t^l - Z_t - T_t]}{(1 + k_0^E) \cdots (1 + k_{t-1}^E)}$$

$E$  Marktwert Eigenkapitals des verschuldeten Unternehmens

$k_t^E$  Eigenkapitalkosten des verschuldeten Unternehmens im Zeitpunkt  $t$

$E[FCF_t^l]$  erwartete gesamte Cashflows des verschuldeten Unternehmens im Zeitpunkt  $t$

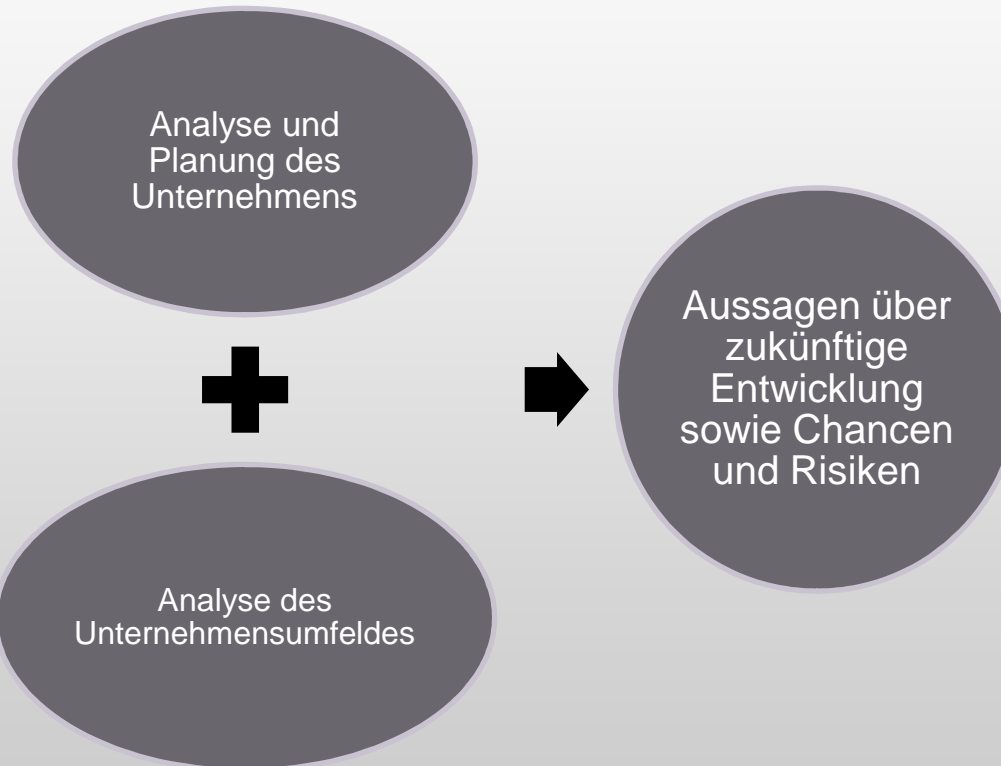
$E[Z_t]$  erwartete Zinszahlungen des verschuldeten Unternehmens im Zeitpunkt  $t$

$E[T_t]$  erwartete Tilgungszahlungen des verschuldeten Unternehmens im Zeitpunkt  $t$

Form des Kalküls	I. Equity-Methode	Entity-Methoden		
Unterarten		II. APV-Ansatz	III. WACC-Ansatz	IV. Total-Cash-Flow-Ansatz
1. Zu diskontierende Erfolgsgröße	an die Eigentümer fließende Zahlungen unter Beachtung der realisierten Kapitalstruktur	a) an die Eigentümer fließende Zahlungen unter der Fiktion reiner Eigenfinanzierung b) steuerliche Vorteile ausgelöst durch Kapitalstruktur	an die Eigentümer fließende Zahlungen unter der Fiktion reiner Eigenfinanzierung	an die Eigentümer und andere Kapitalgeber fließende Zahlungen
2. Diskontierungssatz	enthält Prämie für 1) Investitionsrisiko 2) Finanzierungsrisiko	a) $k_s^F$ ; enthält Prämie nur für Investitionsrisiko b) $i_v$ , wenn die Verschuldung nicht an V gebunden ist (autonome Verschuldung)	$WACC = \frac{E^F}{V^F} k_s^F + \frac{F}{V^F} i_v (1 - s_u)$	$WACC^* = \frac{E^F}{V^F} k_s^F + \frac{F}{V^F} i_v$
3. Notwendige Annahmen für einen im Zeitablauf konstanten Diskontierungssatz	<ul style="list-style-type: none"> <li>• konstantes Investitionsrisiko</li> <li>• konstanter Verschuldungsgrad <math>L^* = F / V^F</math></li> <li>• keine Insolvenzrisiken</li> <li>• steuerliche, durch F ausgelöste Vorteile werden in jeder Periode erzielt</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• konstantes Investitionsrisiko</li> <li>• autonom vorgegebene Verschuldung oder <math>L^* = F / V^F</math> konstant</li> <li>• keine Insolvenzrisiken</li> <li>• steuerliche, durch F ausgelöste Vorteile werden in jeder Periode erzielt</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• konstantes Investitionsrisiko</li> <li>• konstanter Verschuldungsgrad <math>L^* = F / V^F</math></li> <li>• keine Insolvenzrisiken</li> <li>• steuerliche, durch F ausgelöste Vorteile werden in jeder Periode erzielt</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• konstantes Investitionsrisiko</li> <li>• konstanter Verschuldungsgrad <math>L^* = F / V^F</math></li> <li>• keine Insolvenzrisiken</li> <li>• steuerliche, durch F ausgelöste Vorteile werden in jeder Periode erzielt</li> </ul>

# Optimale Unternehmensdarstellung





## Analyse und Planung (1)

- Um eine ausreichend aussagekräftige Bewertungsbasis zu erhalten, sind die der Bewertung zu Grunde liegenden Planungsrechnungen der Gesellschaft in ausreichendem Umfang einer Plausibilitätsprüfung zu unterziehen. →

### **Vergangenheitsanalyse**

- Dies gilt insbesondere auch für die ewige Rente, da diese in der Regel 70 % bis 90 % des Unternehmenswertes bestimmt.

## Analyse und Planung (2)

- Vergangenheitsanalyse ist der Ausgangspunkt für die Prognose künftiger Entwicklung
- Nur mit den gewonnenen Informationen aus der Analyse ist eine korrekte Bewertung des Unternehmens möglich
- Die Vergangenheitsanalyse hilft einen realistischen Wertansatz zu begründen

## Analyse und Planung (3)

### Kennzahlen zur Analyse der Vermögenslage

- Anlageintensität
- Umlaufintensität ...

### Kennzahlen zur Analyse der Finanzlage

- Eigenkapitalquote
- Fremdkapitalquote
- Verschuldungs- und Deckungsgrad
- Liquiditätsgrad
- Working Capital ...

### Kennzahlen zur Analyse der Ertragslage

- Cash-Flow
- Umsatzrentabilität
- Umsatzwachstum
- Analyse der Kostenstruktur ...

**Ggf. Bereinigung der Finanzdaten**

## Analyse und Planung (4)

### Ergebnisplanung nach dem Umsatzkostenverfahren

TEUR	2012		2013		2014	
	Ist		Ist		Ist	
<b>Umsatzerlöse</b>	15.033	100,0	18.072	100,0	14.669	100,0
Wachstumsrate	4,8		20,2		-18,8	
<b>Gesamtleistung</b>	<b>15.033</b>	100,0	<b>18.072</b>	100,0	<b>14.669</b>	100,0
<b>Cost of sales</b>	-11.142	-74,1	-13.264	-73,4	-10.762	-73,4
<b>Rohertrag</b>	<b>3.891</b>	25,9	<b>4.808</b>	26,6	<b>3.907</b>	26,6
Andere betriebliche Erträge	0	0,0	58	0,5	44	0,3
<b>Betriebliche Fix-Kosten</b>						
G&A	-1.496	-10,0	-1.792	-9,9	-1.344	-9,2
S&M	-66	-0,4	-198	-1,1	-156	-1,1
R&D	0	0,0	0	0,0	0	0,0
<b>Summe betriebliche Fix-Kosten</b>	<b>-1.562</b>	-10,4	<b>-1.990</b>	-11,0	<b>-1.500</b>	-10,2
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>2.329</b>	15,5	<b>2.876</b>	15,9	<b>2.451</b>	16,7
Finanzergebnis	-14	-0,1	37	0,2	20	0,1
<b>Betriebs- und Finanzergebnis</b>	<b>2.315</b>	15,4	<b>2.913</b>	16,1	<b>2.471</b>	16,8
Steuern	-588	-3,9	-756	-4,2	-643	-4,4
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1.727</b>	11,5	<b>2.157</b>	11,9	<b>1.829</b>	12,5

### Bilanzplanung

TEUR	2012		2013		2014	
	Ist		Ist		Ist	
<b>Anlagevermögen</b>	<b>128</b>	1,8	<b>252</b>	2,8	<b>197</b>	1,8
Sachanlagen	128	1,8	252	2,8	197	1,8
Finanzanlagen	0	0,0	0	0,0	0	0,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>7.018</b>	98,2	<b>8.770</b>	97,2	<b>10.580</b>	98,2
Forderungen LuL	1.135	15,9	1.127	12,5	2.688	24,9
Forderungen gegen verb. Unt.	2.523	35,3	3.951	43,8	5.758	53,4
Sonstige Vermögensgegenstände und RAP	157	2,2	145	1,6	410	3,8
Kasse, Bank, Wertpapiere	3.203	44,8	3.547	39,3	1.724	16,0
<b>Aktiva</b>	<b>7.146</b>	100,0	<b>9.022</b>	100,0	<b>10.777</b>	100,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>4.073</b>	57,0	<b>4.730</b>	52,4	<b>4.559</b>	42,3
gezeichnetes Kapital	36	0,5	36	0,4	36	0,3
Rücklagen	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Ausschüttung	-1.500	-21,0	-1.500	-16,6	-2.000	-18,6
Ergebnisvortrag	3.810	53,3	4.037	44,7	4.694	43,6
Ergebnis	1.727	24,2	2.157	23,9	1.829	17,0
<b>Rückstellungen</b>	<b>2.373</b>	33,2	<b>3.148</b>	34,9	<b>2.812</b>	26,1
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>700</b>	9,8	<b>1.144</b>	12,7	<b>3.406</b>	31,6
aus Lieferungen und Leistungen gegenüber verbundenen Unternehmen	133	1,9	120	1,3	39	0,4
Sonstige Verbindlichkeiten	533	7,5	473	5,2	463	4,3
<b>Passiva</b>	<b>7.146</b>	100,0	<b>9.022</b>	100,0	<b>10.777</b>	100,0

## Analyse und Planung (5)

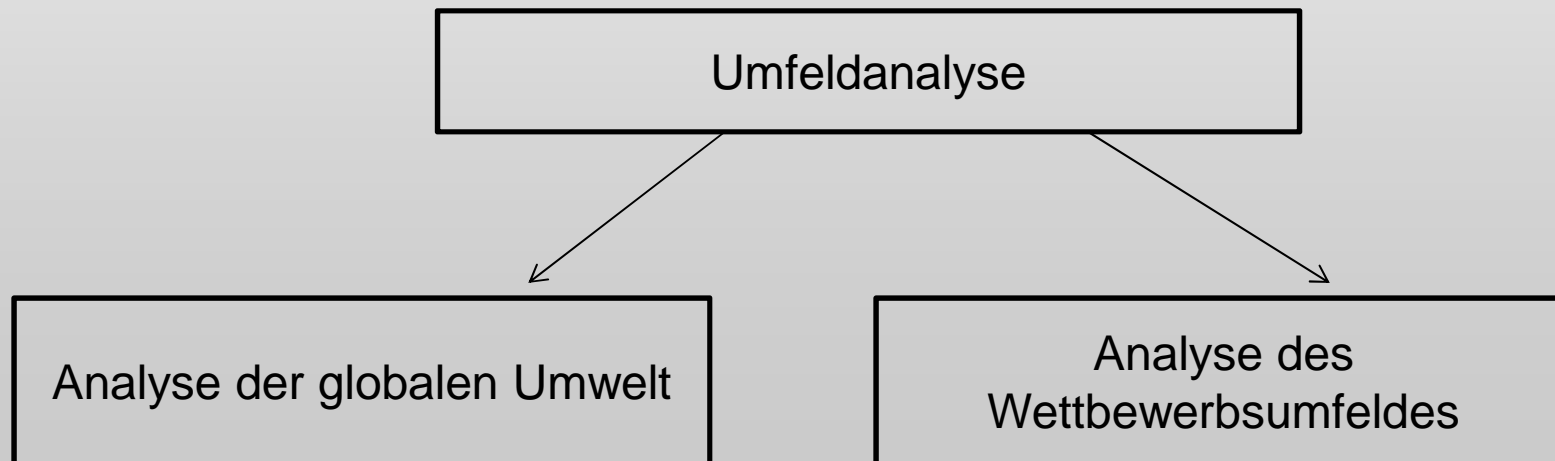
<b>Finanzplanung</b>			
<b>TEUR</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
	lst	lst	lst
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1.727</b>	<b>2.157</b>	<b>1.829</b>
+ Abschreibungen Sachanlagen und immaterielle Vermögensgegenstände	57	33	73
+ Abschreibungen Ingangsetzungsaufwand	0	0	0
- Veränderung Sonderposten	0	0	0
+/- Veränderung ausstehende Einlage	0	0	0
+/- Veränderung Rückstellungen	484	775	-336
<b>Finanzsaldo aus der Absatztätigkeit</b>	<b>2.268</b>	<b>2.965</b>	<b>1.566</b>
Veränderung der RHB	0	0	0
Veränderung unfertige und fertige Erzeugnisse	67	0	0
Veränderung Forderungen	513	8	-1.561
Veränderung sonstige Vermögensgegenstände und RAP	225	12	-265
Veränderung erhaltene Anzahlungen	0	0	0
Veränderung Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	28	-13	-81
Veränderung sonstige Verbindlichkeiten	24	-60	-10
<b>Veränderung umlaufendes Betriebsvermögen</b>	<b>857</b>	<b>-53</b>	<b>-1.917</b>
<b>Operativer Cash Flow</b>	<b>3.125</b>	<b>2.912</b>	<b>-351</b>
<b>Investitionen</b>	<b>199</b>	<b>-157</b>	<b>-18</b>
<b>Mittelzu-/abfluß vor Finanzierung</b>	<b>3.324</b>	<b>2.755</b>	<b>-369</b>
<b>Finanzierung</b>			
Veränderung des gez. Kapitals aus Einlagen	0	0	0
Veränderung des Kapitals aus sonstigen Korrekturen	0	0	0
Veränderung des EK aus Ausschüttungen	-1.500	-1.500	-2.000
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	0	0	0
Verbindlichkeiten ggü. Gesellschaftern	0	0	0
Veränderung Ford. ggü. verb./nahest. Untern.	389	-1.428	-1.807
Veränderung Verb. ggü. verb./nahest. Untern.	-485	517	2.353
Veränderung Kasse, Bank, Wertpapiere	-1.728	-344	1.823
<b>Mittelzu-/abfluß aus Finanzierung</b>	<b>-3.324</b>	<b>-2.755</b>	<b>369</b>

## Analyse und Planung (6)

- Es ist sachgerecht, eine Bereinigung der Vergangenheitserfolgsrechnungen für die folgenden wesentlichen Tatbestände vorzunehmen (IDW S 1, Tz. 103):
  - Eliminierung der Aufwendungen und Erträge des nicht betriebsnotwendigen Vermögens
  - Bereinigung zur Ermittlung eines periodengerechten Erfolgsausweises
  - Bereinigung zum Ausgleich ausgeübter Bilanzierungswahlrechte
  - Bereinigung um personenbezogene und andere spezifische Erfolgsfaktoren
  - Erfassung von Folgeänderungen vorgenommener Bereinigungsvorgänge

## Analyse und Planung (7)

- Analyse des Unternehmensumfeldes ist ein Instrument zur Ermittlung der für das Unternehmen relevanten Bereichen und Einflussfaktoren und deren zukünftige Entwicklung
- Die Einflussgrößen des Unternehmensumfeldes sind in der Praxis oft unübersichtlich





## Analyse und Planung (8)

- Analyse der globalen Umwelt
  - Die PEST-Analyse (**P**olitical, **E**conomic, **S**ocial and **T**echnological) befasst sich mit den relevanten Einflussfaktoren der globalen Umwelt auf eine Branche bzw. Unternehmen.

<b>Political</b>	<b>Economic</b>
Gesetzgebung Steuergesetzgebung Politische Stabilität	Entwicklung relevanter volkswirtschaftlicher Indikatoren (z.B. Inflation) Arbeitslosigkeit Ressourcenverfügbarkeit
<b>Social</b>	<b>Technological</b>
Bevölkerung und Demographie Einkommensverteilung Konsumverhalten	Technologisches Niveau -der Wirtschaft -der Branche

## Analyse und Planung (9)

- Analyse des Wettbewerbsumfeldes:
- 5-Forces-Model von Porter:
  - Brancheninterner Wettbewerb
  - Verhandlungsmacht der Abnehmer
  - Verhandlungsmacht der Lieferanten
  - Bedrohung durch Ersatzprodukte (Substitution)
  - Bedrohung durch neue Anbieter



Das 5-Forces Modell von Porter dient der Einschätzung der Attraktivität einer Branche

## Analyse und Planung (10)

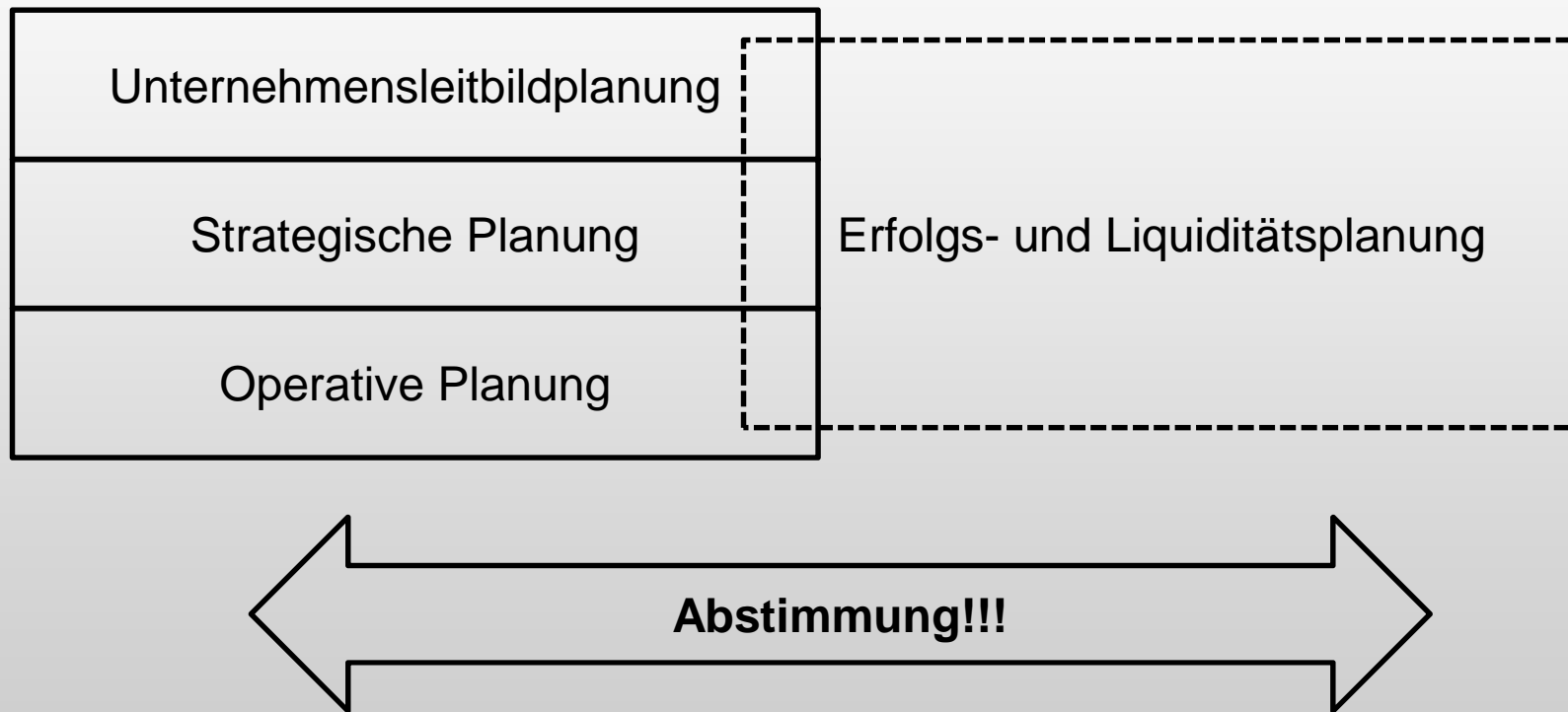
- SWOT-Analyse stellt ein Instrument zur Situationsanalyse und zur Strategiefindung dar

SWOT - Analyse		Interne Analyse	
		Strengths = Stärken	Weaknesses = Schwächen
Externe Analyse	Opportunities = Chancen	SO: Stärken nutzen => Chancen nutzen	WO: Schwächen abbauen => Chancen nutzen
	Threats = Risiken	ST: Stärken nutzen => Risiken vorbeugen	WT: Schwächen abbauen => Risiken vorbeugen

## Analyse und Planung (11)

SWOT-Analyse Indien	
<p><b>S trengths (Stärken)</b></p> <p>Großer potenzieller Absatzmarkt.            Breite industrielle Basis.            Westlich orientiertes Rechtssystem (Common Law).            Englisch als Geschäftssprache verbreitet.            Große Anzahl qualifizierter Hochschulabsolventen.</p>	<p><b>W eaknesses (Schwächen)</b></p> <p>Kaufkraft des Großteils der Bevölkerung gering.            Mangelnde Infrastruktur.            Ausufernde Bürokratie.            Hohe Importabhängigkeit bei Rohstoffen.            Niedriges Ausbildungsniveau, keine berufliche Bildung, Fachkräftemangel.</p>
<p><b>O pportunities (Chancen)</b></p> <p>Konsumfreudige, wachsende Mittelschicht.            Modernisierungsbedarf in der Industrie.            Infrastrukturausbau bietet Beteiligungschancen für ausländische Unternehmen.            Niedriges Lohnniveau.            Wachsende Einbindung Indiens in die Weltwirtschaft.</p>	<p><b>T hreats (Risiken)</b></p> <p>Langwierige Rechtsdurchsetzung.            Starke Einflussnahme des Staates auf die Wirtschaft.            Spekulative Grundstücks- und Immobilienpreise, schwierige Landakquisition.            Starke Stellung der Gewerkschaften und anderer Interessengruppen.            Hohe Mitarbeiterfluktuation.</p>

## Analyse und Planung (12)

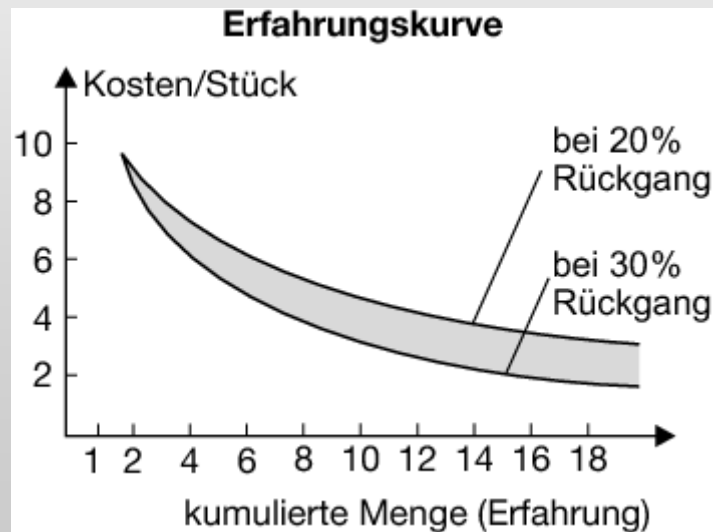


## Analyse und Planung (13)

- Unternehmensleitbildplanung: Formulierung von quantitativen und qualitativen Grundaussagen über die unternehmenspolitischen Ziel- und Grundsatzentscheidungen
- Strategische Planung: Planung von langfristigen Strategien über bestimmte Produkt-Markt-Kombinationen
  - Strategische Geschäftsfelder
    - Erfahrungskurven-Analyse
    - Produktionslebenszyklus
    - Portfolioanalysen
    - Profit Impact of Market Strategies Programm (PIMS-Programm)

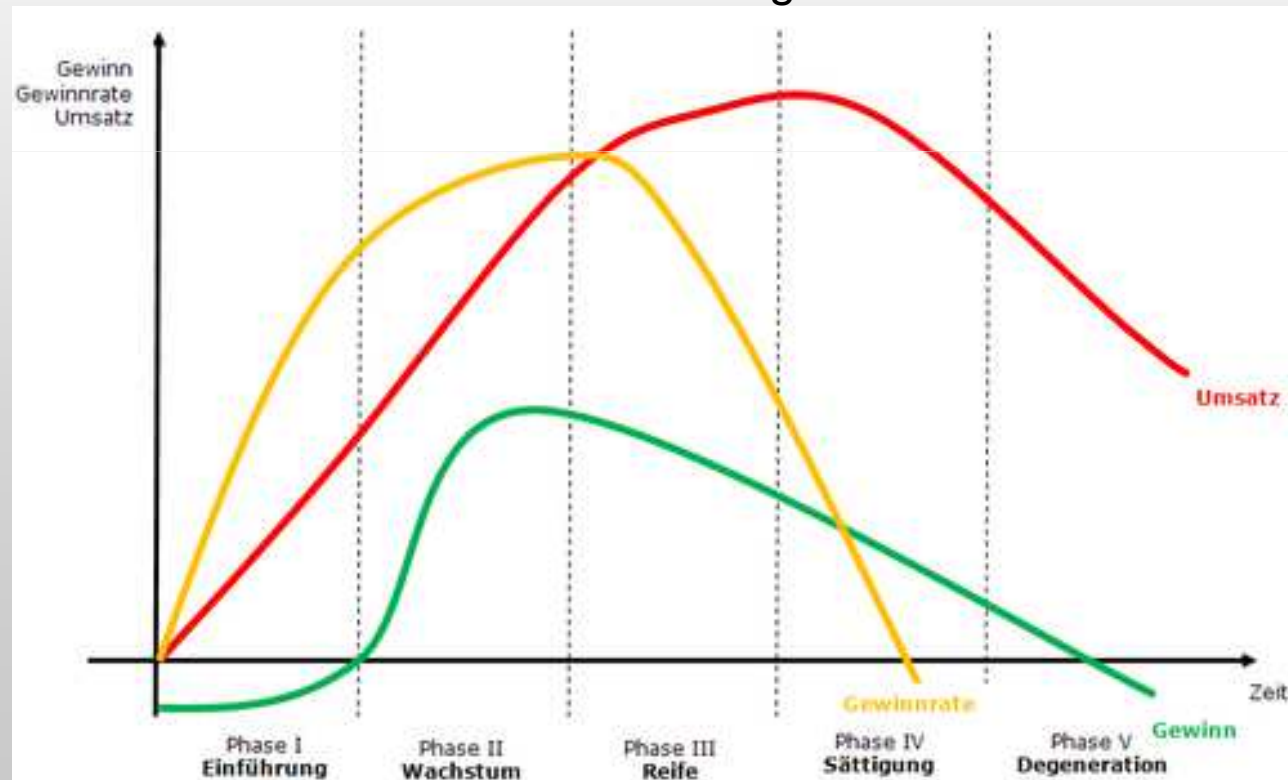
## Analyse und Planung (14)

- Erfahrungskurven-Analyse: funktionaler Zusammenhang zwischen der kumulierten Produktmenge und den Stückkosten



## Analyse und Planung (15)

- Produktionslebenszyklus: erwartete oder auf Basis von Vergangenheitswerten ermittelte Umsatz- oder Absatzentwicklung eines Produkts im Zeitablauf



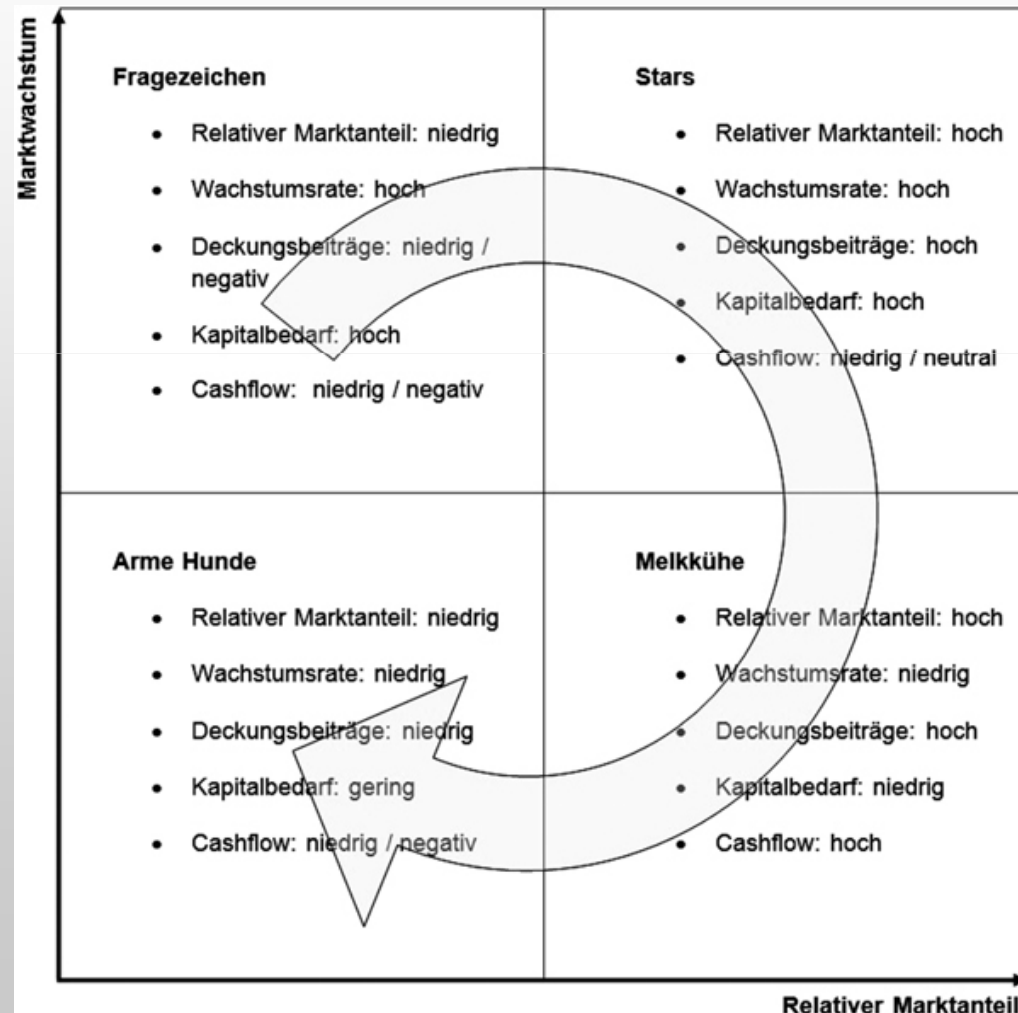


## Analyse und Planung (16)

- Portfolioanalysen: Zwei- oder mehrdimensionale Bewertung eines Portfolio, z. B. der vorhandenen oder möglichen Produkte, Projekte, der Ressourcen, des Wissen usw. nach ausgewählten Kriterien in einem Koordinatensystem, um daraus typisierte Handlungsempfehlungen abzuleiten
- Die wichtigsten Portfolios sind :
  - das Marktanteils- und Marktwachstums-Portfolio (Vier-Felder-Matrix) der Boston Consulting Group (BCG)
  - das Marktattraktivitäts- und Wettbewerbsstärken-Portfolio (Neun-Felder-Matrix) nach McKinsey.

# Analyse und Planung (17)

Vier-Feld-Martix



## Analyse und Planung (18)

- Die witzigen Bezeichnungen der vier Gruppen deuten zugleich die empfohlene Strategie an:
  - Fragezeichen (Question Marks): Entscheiden, ob zum Star entwickeln oder abwarten
  - Stars: Fördern
  - Melkkühe (Cash Cows): Melken, d.h. stabil lassen und Gewinne und Cashflow zur Förderung der Stars verwenden
  - Arme Hunde (Dogs): Abschöpfen, d.h. keine weiteren Investitionen tätigen; Aufgeben, sobald Cashflow bzw. Gewinne negativ werden.

## Analyse und Planung (19)

- Vorteile:
  - einfachen Handhabbarkeit
- Nachteile:
  - Übersehen von Wettbewerbern
  - Nicht eindeutige Empfehlung
  - Unterstellung hinsichtlich der Kostenentwicklung
  - Beeinflussbarkeit der Wachstumsrate

## Analyse und Planung (20)

- McKinsey hat in den 1970er Jahren dieses Konzept (Neun-Feld-Martix) der strategischen Unternehmensplanung zusammen mit dem amerikanischen Großkonzern General Electric entwickelt.
- Es ist eine Weiterentwicklung des Vier-Felder-Ansatzes der Boston Consulting Group.
- Der Ansatz von McKinsey mit 9 Feldern berücksichtigt mehr Einflüsse als die 4-Felder-Matrix und gilt deshalb als variabler.

# Analyse und Planung (21)

<i>Marktattraktivität</i>	Hoch	<b>Selektives Vorgehen</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Spezialisierung</li> <li>- Ausmerzen von Schwächen</li> <li>- Aufgaben bei Wachstumsrückgang</li> </ul>	<b>Ausdehnung mit Investition</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Markführerschaft anstreben</li> <li>- Selektiv vorhandene Stärken ausbauen</li> <li>- Anfällige Bereiche vorantreiben/verbessern</li> </ul>	<b>Position absichern</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Investiere auf maximale Geschwindigkeit hin</li> <li>- Anstrengungen auf die Erhaltung von Stärken lenken</li> </ul>
	Mittel	<b>Bedingt Expandieren/Ernten</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Suche risikoarme Chancen zur Expansion</li> <li>- Minimierung der Investition</li> <li>- Rationalisierung</li> </ul>	<b>Selektives Vorgehen</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Absicherung des aktuellen Programms</li> <li>- Investitionen auf risikoärmere Segmente lenken</li> </ul>	<b>Selektives Wachstum</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Investiere umfassend in erfolgsversprechende Segmente</li> <li>- Verbessere Routinen zur Abwehr des Wettbewerbs</li> </ul>
	Niedrig	<b>Ernten/Desinvestition</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Verkäufe zum Zeitpunkt des besten Veräußerungswertes</li> <li>- Fixkostenminimierung</li> </ul>	<b>Ernten/Gewinnorientierung</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Absicherung der profitablen Bereiche</li> <li>- Überarbeitung der Produktlinien</li> <li>- Limitierung der Investition</li> </ul>	<b>Absichern/Schwerpunkt verlagern</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Fokus auf die derzeitige Gewinnerzielung</li> <li>- Attraktive Segmente bearbeiten</li> <li>- Verteidigung der Stärken</li> </ul>
		Niedrig	Mittel	Hoch
<i>Relativer Wettbewerbsvorteil</i>				

## Analyse und Planung (22)

- Vorteile:
  - Es fließen mehr Faktoren mit ein, als bei der Vier-Felder-Matrix,
  - Die Faktoren können unterschiedlich gewichtet werden,
  - Zielorientiert, um unrentable Unternehmungen zu eliminieren
- Nachteile:
  - Normstrategien, ähnlich wie in der Vier-Felder-Matrix,
  - Subjektive Auswahl der Faktoren und deren Gewichtung ,
  - Wechselwirkungen zwischen den einzelnen Geschäftsfeldern bleiben unberücksichtigt

## Analyse und Planung (23)

- Kundenanalyse ist die systematische Sammlung, Verdichtung und Auswertung von Informationen über Kunden und Kundengruppen
  - Kundenverhaltensanalyse
    - Kaufverhalten
    - Abwanderungsverhalten
    - Zufriedenheit
    - Loyalität
  - Kundenwertanalyse



## Analyse und Planung (24)

- Kundenwertanalyse
  - Ziel: Ermittlung des Wertes eines einzelnen Kunden oder ganzer Kundensegmente für das Unternehmen
  - Analysen:
    - Kundenprofitabilitätsanalyse
    - ABC-Analyse
    - Customer-Lifetime-Value-Analyse

## Analyse und Planung (25)

### Kundenprofitabilitätsanalyse

- Einfachste Analyse: Differenz zwischen Erlös und Kosten pro Kunde
- Detaillierte Analyse: Kundendeckungsbeitragsanalyse (Einbeziehung verschiedener Erlösarten, Produkt- und Vertriebskosten)

### ABC-Analyse

- Einteilen der Kunden auf Basis von Profitabilitätsdaten in A-, B- oder C-Kunden
- Dadurch wird ermittelt, mit wie viel Prozent der Kunden wie viel Umsatz gemacht wird

### Customer-Lifetime-Value-Analyse

- Dient der Bewertung eines Kunden
- Bezieht sich auf den gesamten Kundenlebenszyklus

## Analyse und Planung (26)

- operative Planung:
  - Entwicklung von Plänen für kurz- und mittelfristige Produktionsprogramme
  - Maßnahmen zur Umsetzung der Pläne
- Möglicher Ablauf:
  - Betriebsaufbauplanung → Ableitung Plan-Finanzierung, Plan-Zeitraum
  - Programmplanung → Ableitung Plan-Umsätze, Plan-Kosten
  - Betriebsablaufplanung
    - Beschaffungsplanung → Ableitung Plan-Materialkosten
    - Materialplanung → Ableitung Plan-Materialkosten
    - Produktionsplanung → Ableitung Plan-Umsätze
    - Lagerplanung → Ableitung Plan-Kosten
    - Absatzplanung → Ableitung Plan-Umsätzen

## Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse (1)

- Kernproblem bei jeder Unternehmensbewertung
- erfordert eine umfangreiche Informationsbeschaffung und darauf aufbauende vergangenheits-, stichtags- und zukunftsorientierte Unternehmensanalysen

### Unternehmensbezogene Informationen

- Plan-Bilanz
- Plan-Gewinn- und Verlustrechnung
- Plan-Kapitalflussrechnung

### Marktbezogene Daten

- Informationen über branchenspezifische Märkte
- Volkswirtschaftliche Zusammenhänge

## Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse (2)

- Die Gewinn-und Verlustrechnung lässt sich in drei Schritten in die Zukunft projizieren:
  - Entscheidung, welcher Einzelposten („value driver“) der GuV entscheidend für die Projektion eines anderen Einzelpostens ist (z.B. Umsatzerlöse f. Umsatzkosten)
  - Ermittlung des historischen Verhältnisses der Einzelposten
    - Fortschreibung der historischen Verhältnisse oder Anpassung („best estimate“)
  - Multiplikation der projizierten Verhältnisse mit dem jeweiligen value driver
    - Da häufig die Umsatzerlöse der value driver ist, kommt der Projektion der Umsatzerlöse eine besondere Bedeutung zu

## Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse (3)

- **Umsatzerlöse** können auf unterschiedlichen Wegen in die Zukunft projiziert werden:
  - Vorhersagen von Analysten für das Unternehmen
  - Betriebsinterne Planungen und Analysen
  - Erwartete Wachstumsrate der Industrie / des Sektors
  - Basierend auf dem historischen Durchschnittswert

	<b>Bilanzposition</b>	<b>Typical Forecast driver</b>	<b>Verhältnis/Kennzahl f. Projektion</b>
<b>operative Positionen</b>	Forderung a. LuL	Umsatzerlöse	Forderungen a. LuL / Umsatzerlöse
	Vorratsvermögen	Umsatzkosten	Vorratsvermögen / Umsatzkosten
	Verbindl. LuL	Umsatzkosten	Verbindl. LuL / Umsatzkosten
	Netto-AV	Umsatzerlöse	Netto-AV / Umsatzerlöse
<b>betriebsfremde Positionen</b>	Betriebsfremdes Vermögen	Keins	Wachstum betriebsfremdes Vermögen
	Pensionrückstellungen / -verbindlichkeiten	Keins	Trend gegen Null

## Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse (4)

<i>Ergebnisplanung nach dem Umsatzkostenverfahren</i>					
TEUR	2015	2016	2017	2018	2019
	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
<b>Umsatzerlöse</b>	15.622 100,0	16.403 100,0	17.141 100,0	17.827 100,0	18.540 100,0
Wachstumsrate	6,5	5,0	4,5	4,0	4,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>15.622</b> 100,0	<b>16.403</b> 100,0	<b>17.141</b> 100,0	<b>17.827</b> 100,0	<b>18.540</b> 100,0
<b>Cost of sales</b>	-11.418 -73,1	-12.056 -73,5	-12.599 -73,5	-13.014 -73,0	-13.534 -73,0
<b>Rohrertrag</b>	<b>4.204</b> 26,9	<b>4.347</b> 26,5	<b>4.542</b> 26,5	<b>4.813</b> 27,0	<b>5.006</b> 27,0
Andere betriebliche Erträge	44 0,3	0 0,0	0 0,0	0 0,0	0 0,0
<b>Betriebliche Fix-Kosten</b>					
G&A	-1.426 -9,1	-1.474 -9,0	-1.533 -8,9	-1.587 -8,9	-1.635 -8,8
S&M	-165 -1,1	-220 -1,3	-265 -1,5	-305 -1,7	-340 -1,8
R&D	0 0,0	0 0,0	0 0,0	0 0,0	0 0,0
<b>Summe betriebliche Fix-Kosten</b>	<b>-1.591</b> -10,2	<b>-1.694</b> -10,3	<b>-1.798</b> -10,5	<b>-1.892</b> -10,6	<b>-1.975</b> -10,7
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>2.657</b> 17,0	<b>2.653</b> 16,2	<b>2.744</b> 16,0	<b>2.921</b> 16,4	<b>3.031</b> 16,3
Finanzergebnis	14 0,1	16 0,1	19 0,1	20 0,1	21 0,1
<b>Betriebs- und Finanzergebnis</b>	<b>2.671</b> 17,1	<b>2.669</b> 16,3	<b>2.763</b> 16,1	<b>2.941</b> 16,5	<b>3.052</b> 16,5
Steuern	-695 -4,4	-694 -4,2	-718 -4,2	-765 -4,3	-794 -4,3
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1.977</b> 12,7	<b>1.975</b> 12,0	<b>2.045</b> 11,9	<b>2.176</b> 12,2	<b>2.259</b> 12,2

## Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse (5)

<i>Ausgewählte Bilanzkennzahlen</i>								
Tage	2012 Ist	2013 Ist	2014 Ist	2015 Plan	2016 Plan	2017 Plan	2018 Plan	2019 Plan
Forderungen	27,00	22,00	66,00	65,00	64,00	63,00	62,00	61,00
Verbindlichkeiten LuL	-4,30	-3,26	-1,30	-1,30	-1,30	-1,30	-1,30	-1,30
Sonst. Verb. Zu Kosten	-122,84	-85,57	-111,12	-133,05	-162,15	-145,76	-129,96	-112,65

Annahmen



## Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse (6)

<i>Bilanzplanung</i>										
TEUR	2015		2016		2017		2018		2019	
	Plan		Plan		Plan		Plan		Plan	
<b>Anlagevermögen</b>	<b>199</b>	1,9	<b>201</b>	1,9	<b>203</b>	2,0	<b>204</b>	2,0	<b>205</b>	2,0
Sachanlagen	199	1,9	201	1,9	203	2,0	204	2,0	205	2,0
Finanzanlagen	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>10.284</b>	98,1	<b>10.214</b>	98,1	<b>10.106</b>	98,0	<b>10.178</b>	98,0	<b>10.228</b>	98,0
Forderungen LuL	2.821	26,9	2.916	28,0	3.000	29,1	3.070	29,6	3.142	30,1
Forderungen gegen verb. Unt.	5.458	52,1	5.108	49,0	4.758	46,2	4.733	45,6	4.604	44,1
Sonstige Vermögensgegenstände und RAP	360	3,4	345	3,3	370	3,6	345	3,3	295	2,8
Kasse, Bank, Wertpapiere	1.645	15,7	1.845	17,7	1.978	19,2	2.030	19,6	2.187	21,0
<b>Aktiva</b>	<b>10.483</b>	100,0	<b>10.415</b>	100,0	<b>10.309</b>	100,0	<b>10.382</b>	100,0	<b>10.433</b>	100,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>5.036</b>	48,0	<b>5.011</b>	48,1	<b>5.056</b>	49,0	<b>5.232</b>	50,4	<b>5.491</b>	52,6
gezeichnetes Kapital	36	0,3	36	0,3	36	0,3	36	0,3	36	0,3
Rücklagen	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Ausschüttung	-1.500	-14,3	-2.000	-19,2	-2.000	-19,4	-2.000	-19,3	-2.000	-19,2
Ergebnisvortrag	4.523	43,1	5.000	48,0	4.975	48,3	5.020	48,4	5.196	49,8
Ergebnis	1.977	18,9	1.975	19,0	2.045	19,8	2.176	21,0	2.259	21,7
<b>Rückstellungen</b>	<b>2.762</b>	26,3	<b>2.662</b>	25,6	<b>2.562</b>	24,9	<b>2.487</b>	24,0	<b>2.387</b>	22,9
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>2.685</b>	25,6	<b>2.742</b>	26,3	<b>2.691</b>	26,1	<b>2.663</b>	25,7	<b>2.555</b>	24,5
aus Lieferungen und Leistungen	47	0,4	49	0,5	51	0,5	53	0,5	55	0,5
gegenüber verbundenen Unternehmen	2.050	19,6	1.930	18,5	1.912	18,5	1.927	18,6	1.882	18,0
Sonstige Verbindlichkeiten	588	5,6	763	7,3	728	7,1	683	6,6	618	5,9
<b>Passiva</b>	<b>10.483</b>	100,0	<b>10.415</b>	100,0	<b>10.309</b>	100,0	<b>10.382</b>	100,0	<b>10.433</b>	100,0

**Forderungen= (Umsätze\*  
Forderungsumschlag)/360**

**Verbindlichkeiten= (Kosten\*  
Zahlungsziel) /360**

## Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse (7)

<i>Finanzplanung</i>					
TEUR	2015 Plan	2016 Plan	2017 Plan	2018 Plan	2019 Plan
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1.977</b>	<b>1.975</b>	<b>2.045</b>	<b>2.176</b>	<b>2.259</b>
+ Abschreibungen Sachanlagen und immaterielle Vermögensgegenstände	75	75	75	75	0
+ Abschreibungen Ingangsetzungsaufwand	0	0	0	0	0
- Veränderung Sonderposten	0	0	0	0	0
+/- Veränderung ausstehende Einlage	0	0	0	0	0
+/- Veränderung Rückstellungen	-50	-100	-100	-75	-100
<b>Finanzsaldo aus der Absatztätigkeit</b>	<b>2.002</b>	<b>1.950</b>	<b>2.020</b>	<b>2.176</b>	<b>2.159</b>
Veränderung der RHB	0	0	0	0	0
Veränderung unfertige und fertige Erzeugnisse	0	0	0	0	0
Veränderung Forderungen	-133	-95	-84	-70	-72
Veränderung sonstige Vermögensgegenstände und RAP	50	15	-25	25	50
Veränderung erhaltene Anzahlungen	0	0	0	0	0
Veränderung Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	8	2	2	2	2
Veränderung sonstige Verbindlichkeiten	125	175	-35	-45	-65
<b>Veränderung umlaufendes Betriebsvermögen</b>	<b>50</b>	<b>97</b>	<b>-142</b>	<b>88</b>	<b>-85</b>
<b>Operativer Cash Flow</b>	<b>2.052</b>	<b>2.047</b>	<b>1.878</b>	<b>2.088</b>	<b>2.074</b>
<b>Investitionen</b>	<b>-77</b>	<b>-77</b>	<b>-77</b>	<b>-76</b>	<b>-1</b>
<b>Mittelzu-/abfluß vor Finanzierung</b>	<b>1.975</b>	<b>1.970</b>	<b>1.801</b>	<b>2.012</b>	<b>2.073</b>
<b>Finanzierung</b>					
Veränderung des gez. Kapitals aus Einlagen	0	0	0	0	0
Veränderung des Kapitals aus sonstigen Korrekturen	0	0	0	0	0
Veränderung des EK aus Ausschüttungen	-1.500	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	0	0	0	0	0
Verbindlichkeiten ggü. Gesellschaftern	0	0	0	0	0
Veränderung Ford. ggü. verb./nahest. Untern.	300	350	350	25	129
Veränderung Verb. ggü. verb./nahest. Untern.	-854	-120	-18	15	-45
Veränderung Kasse, Bank, Wertpapiere	79	-200	-133	-52	-157
<b>Mittelzu-/abfluß aus Finanzierung</b>	<b>-1.975</b>	<b>-1.970</b>	<b>-1.801</b>	<b>-2.012</b>	<b>-2.073</b>

## Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse (8)

<i>Ermittlung des Free Cash Flow</i>						
[T€/ %]	2015	2016	2017	2018	2019	
EBIT	2.657	2.653	2.744	2.921	3.031	
-adaptierte Steuern auf EBIT	-690	-689	-713	-760	-789	
NOPLAT	1.967	1.964	2.031	2.161	2.242	
+ Abschreibungen	75	75	75	75	0	
+/- Veränderung Rückstellungen	-50	-100	-100	-75	-100	
<b>Brutto Cash Flow</b>	<b>1.992</b>	<b>1.939</b>	<b>2.006</b>	<b>2.161</b>	<b>2.142</b>	
Veränderung des Working Capital	50	97	-142	-88	-85	
Veränderung der liquiden Mittel	79	-200	-133	-52	-157	
+/- Veränderung des Working Capital incl. Liquidität	<b>129</b>	<b>-103</b>	<b>-275</b>	<b>-140</b>	<b>-242</b>	
-Investitionen/+Desinvestitionen	<b>-77</b>	<b>-77</b>	<b>-77</b>	<b>-76</b>	<b>-1</b>	
<b>Free Cash Flow</b>	<b>2.044</b>	<b>1.759</b>	<b>1.654</b>	<b>1.945</b>	<b>1.899</b>	

#### **Gesellschaftsrechtliche Verhältnisse**

1. Gesellschaftsvertrag (letzte Fassung, Änderungen)
2. Umstrukturierungen betr. die Gesellschaft, Anteilsverkäufe
3. Ergebnisabführungs- und Beherrschungsvertrag sowie andere Unternehmensverträge
4. Konzernzugehörigkeit (einschl. Liste der verbundenen Unternehmen)
5. Zweigniederlassungen / Betriebsstätten
6. Beteiligungen
7. Protokolle von VS/GF- und AR-Sitzungen, Haupt- oder Gesellschafterversammlungen, ggf. Beschlüsse von anderen Gesellschaftsorganen

#### **Handelsregister und Grundbuch**

1. Handelsregisterauszug, Gesellschafterliste, Aktionärsverzeichnis
2. Offenlegung
3. Grundbuchauszüge

#### **Personelle Verhältnisse**

1. Zusammensetzung von VS/GF und Aufsichtsrat/Beirat sowie deren Amtsdauer
2. Vertretungs- und Geschäftsführungsbefugnisse / Zeichnungsberechtigungen
3. Versorgungszusagen, Betriebsvereinbarungen
4. Anstellungsverträge (Muster)/Tarifverträge
5. Zahl der Mitarbeiter
6. Geschäftsführervertrag

#### **Wesentliche Verträge mit nahestehenden Personen**

1. Lieferverträge
2. Dienstleistungsverträge
3. Leasingverträge
4. Darlehensverträge
5. Miete / Pachtverträge

#### **Wesentliche Verträge mit Kreditinstituten**

1. Darlehensverträge
2. Kontokorrentkreditverträge, sonstige Vereinbarungen

#### **Wesentliche Verträge mit nicht verbundenen Dritten**

1. Darlehensverträge
2. Pacht-, Miet-, Leasingverträge
3. Liefer- und Leistungsverträge
4. Versicherungsverträge
5. Lizenzverträge

### **Rechnungswesen / Buchhaltung**

1. Organisation des Rechnungswesens
2. Konten- und Kostenstellenplan
3. Bilanzierungsrichtlinien

### **Mehrjährig relevante Unterlagen**

1. Mandantenbesonderheiten
2. Vereinbarungen mit Mandant
3. Bilanzierungsabsprachen mit Mandant
4. Spezialliteratur für mandantenspezifische Bilanzierungsprobleme

### **Steuern, Außenprüfung (Ifd. Steuerangelegenheiten s. Steuerakten)**

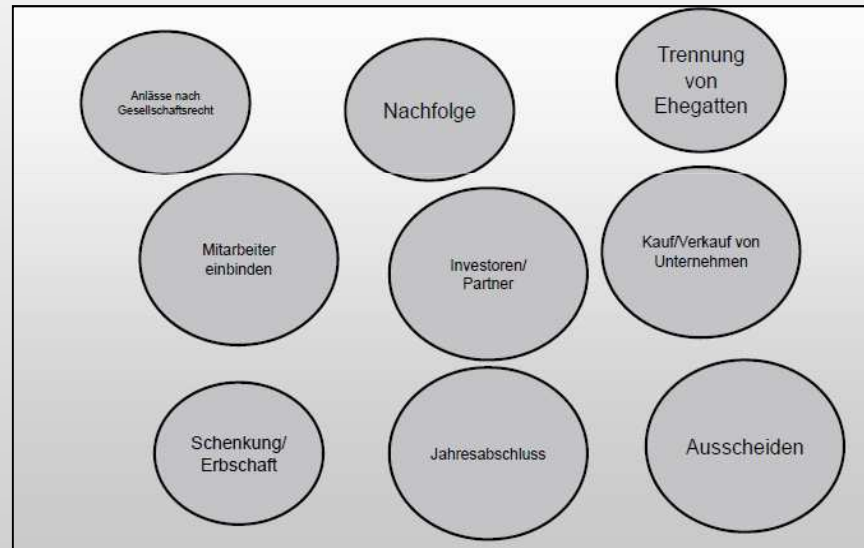
1. Außenprüfungsberichte
2. Lohnsteuerußenprüfungsberichte
3. Absprachen mit Finanzamt

### **Allgemeine Angaben und wirtschaftliche Grundlagen**

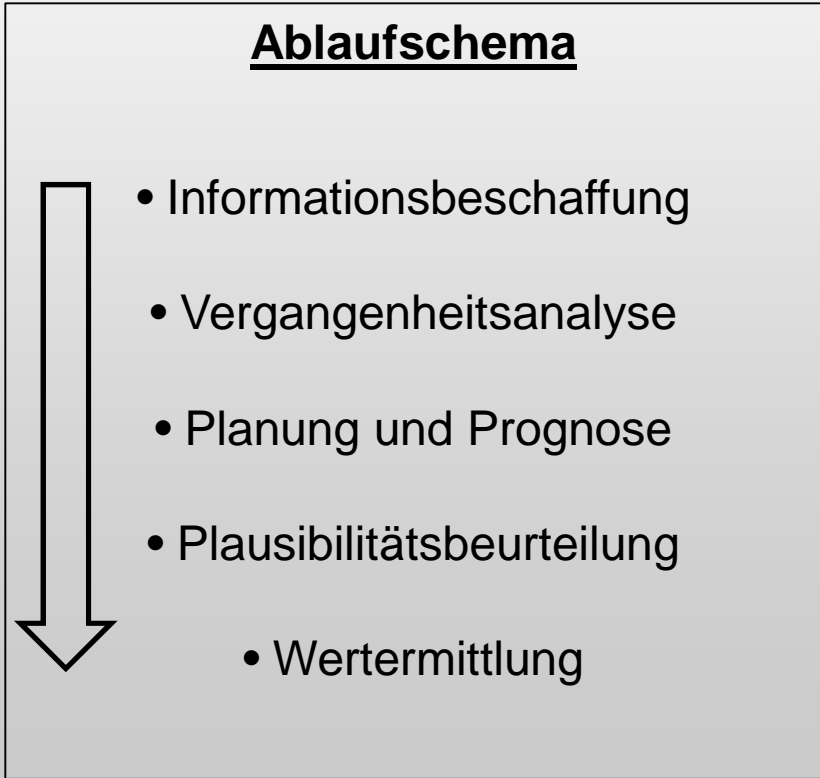
1. Unterlagen über Geschichte und Entwicklung des Unternehmens
2. Prospekte, Presseveröffentlichungen etc.
3. Geschäftsgebiete, Marktverhältnisse und Produktionsprogramm
4. Mehrjährige Analysen
5. Technische Kapazitäten

# Zusammenfassung

„ Valuation is 95 % research and analysis. The actual calculations take about 30 seconds on a calculator ... „, Financial Times, 1990



Ertragswert versus DCF  
Vereinfachte Verfahren



**Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!**



Wir freuen uns auf Sie!

CLP: 04471-18 400 0  
OL: 0441-219731 0  
ralf.terheyden@terheyden-wirtschaftspruefung.de  
i.kimmann@terheyden-wirtschaftspruefung.de