

Unternehmensbewertung

Wie erziele ich meinen optimalen Unternehmenswert ?

Ralf Terheyden

Wirtschaftsprüfer, Steuerberater

Terheyden Revision und Treuhand GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Cloppenburg

Terheyden Steuerberatungsgesellschaft mbH
Oldenburg

Oldenburg, den 16.11.2018

**Terheyden
Revision und Treuhand GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Cloppenburg**

**Terheyden
Steuerberatungsgesellschaft mbH
Oldenburg**



Einfach. Gut. Beraten.



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.

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

M+A

Nachfolge

Trennung
von
Ehegatten

Mitarbeiter
einbinden

Investoren/
Partner

Kauf/Verkauf von
Unternehmen

Schenkung/
Erbchaft

Jahresabschluss

Ausscheiden

M+A

Nachfolge

Trennung
von
Ehegatten

Mitarbeiter
einbinden

Investoren/
Partner

Kauf/Verkauf von
Unternehmen

Schenkung/
Erbschaft

Jahresabschluss

Ausscheiden

Kauf/Verkauf von Unternehmen (1)

Ziele bei den Investoren

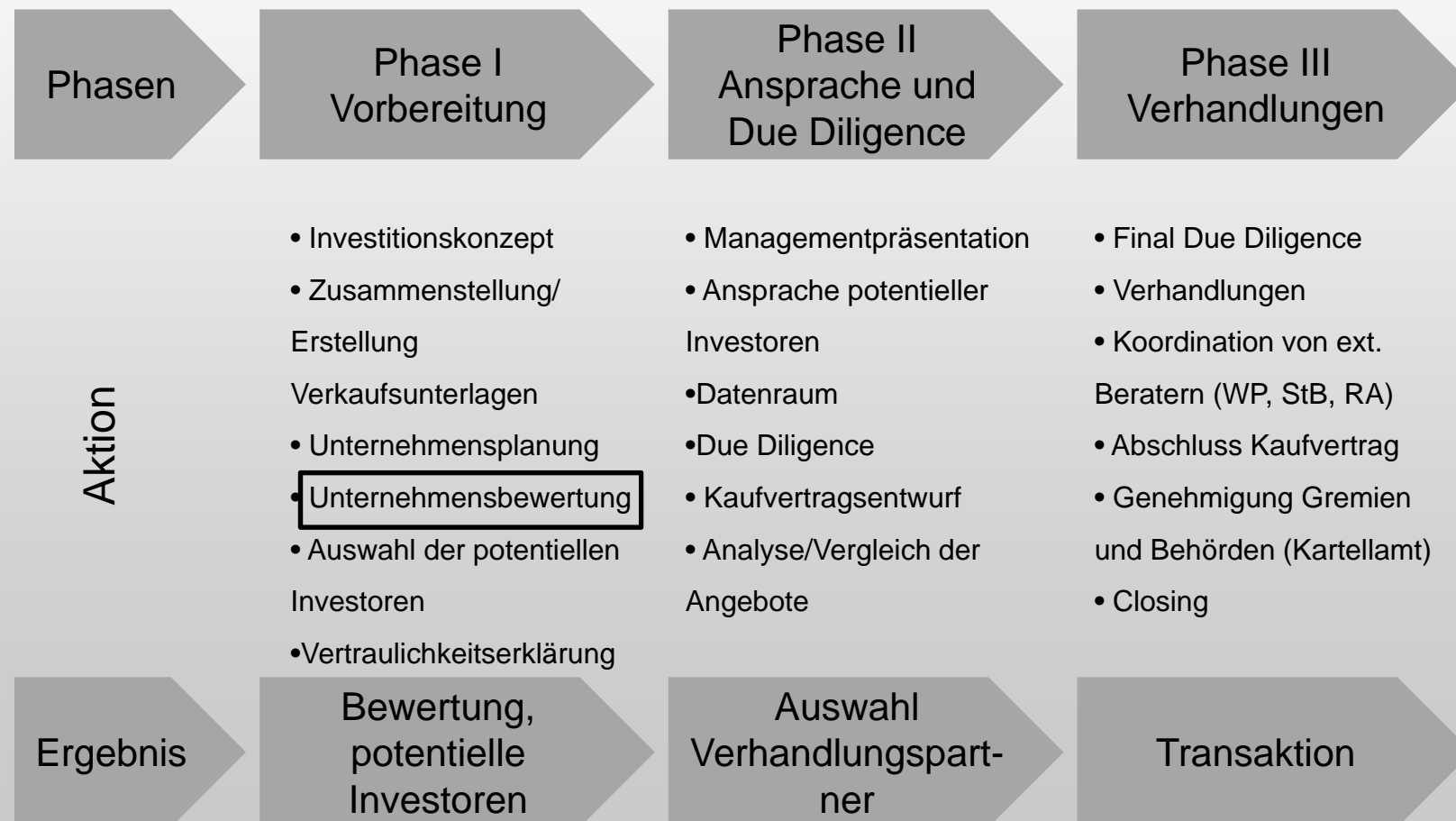
Strategischer Investor

- 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

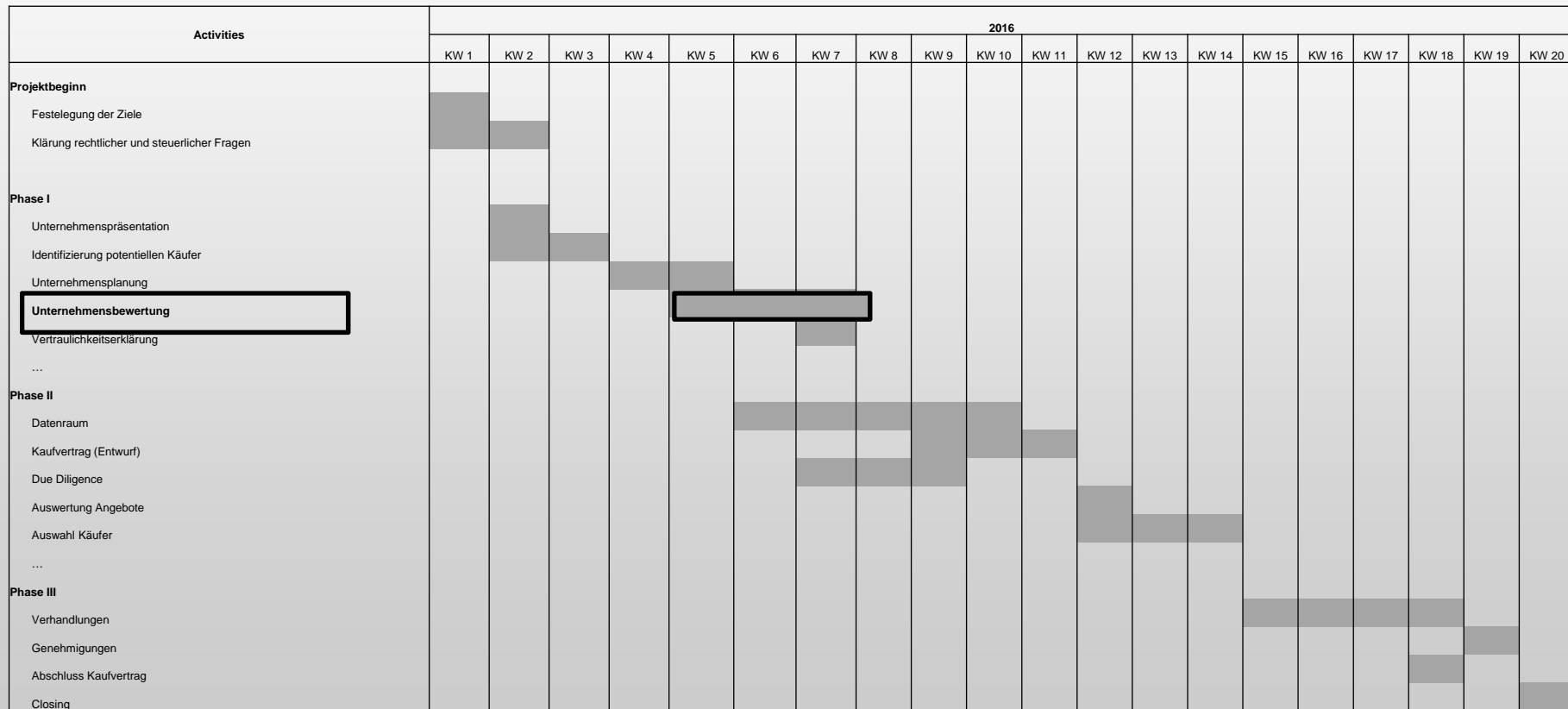
Kauf/Verkauf von Unternehmen (2)



Kauf/Verkauf von Unternehmen (3)



Kauf/Verkauf von Unternehmen (4)



Zeitbedarf bei einer Verkaufstransaktion ca. 5-6 Monate

M+A

Nachfolge

Trennung
von
Ehegatten

Mitarbeiter
einbinden

Investoren/
Partner

Kauf/Verkauf von
Unternehmen

Schenkung/
Erbchaft

Jahresabschluss

Ausscheiden

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.

M+A

Nachfolge

Trennung
von
Ehegatten

Mitarbeiter
einbinden

Investoren/
Partner

Kauf/Verkauf von
Unternehmen

Schenkung/
Erbschaft

Jahresabschluss

Ausscheiden

Jahresabschluss (1)

- Zweck einer Unternehmensbewertung im Jahresabschluss:
 - Niederstwerttest für Beteiligungen im Jahresabschluss nach HGB
 - Impairment Test für Beteiligungen im Jahresabschluss nach IAS/IFRS
 - Preisallokation

Jahresabschluss (2)

Impairment Test

- Pflicht zur Durchführung eines jährlichen Impairment Tests für Vermögenswerte, die nicht planmäßig abgeschrieben werden.
- 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 Vermögensgegenstandes 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.

Zusammenfassung

Anlässe für eine Unternehmensbewertung gemäß IDW S 1

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



Oldenburgische
Industrie- und Handelskammer

IHK / TGO kooperativ

TERHEYDEN

Steuerberatung
Wirtschaftsprüfung

Bewertungsverfahren

Bewertungsverfahren

Aktuell

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

Veraltet

- Substanzwert
- Stuttgarter Verfahren

Bewertungsverfahren

Aktuell

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

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:

Jahresertrag · Kapitalisierungsfaktor

- Jahresertrag: Durchschnittsertrag aus den Betriebsergebnissen der letzten drei vor dem Bewertungsstichtag abgelaufenen Wirtschaftsjahre, § 201 Abs. 1 BewG
- Kapitalisierungsfaktor bis 2017: $1 / (\text{Basiszinssatz} + 4,5 \%)$
- Kapitalisierungsfaktor (ab 2017) gemäß § 203 BewG beträgt 13,75

Vereinfachtes Ertragswertverfahren (3)

- Kapitalisierungsfaktor für die Bewertungsstichtage 2010 bis 2016

Jahr der Bewertung	Kapitalisierungsfaktor
2016	17,8571
2015	18,2149
2014	14,1043
2013	15,2905
2012	14,4092
2011	12,6103
2010	11,7924

Vereinfachtes Ertragswertverfahren (4)

TEUR	2010 Ist	2011 Ist	2012 Ist	2013 Ist	2014 Ist
Jahresüberschuss	1.216 10,2	1.618 11,3	1.727 11,5	2.157 11,9	1.829 12,5

Unternehmenswert zum 31.12.2014	Durchschnitt	1.904
	Basiszinssatz	2,59%
	Zuschlag	4,50%
	Kapitalisierungsfaktor	14,10
	Unternehmenswert	26.859
Unternehmenswert zum 31.12.2013	Durchschnitt	1.834
	Basiszinssatz	2,04%
	Zuschlag	4,50%
	Kapitalisierungsfaktor	15,29
	Unternehmenswert	28.043
Unternehmenswert zum 31.12.2012	Durchschnitt	1.520
	Basiszinssatz	2,44%
	Zuschlag	4,50%
	Kapitalisierungsfaktor	14,41
	Unternehmenswert	21.907

Vereinfachtes Ertragswertverfahren (4)

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

Bewertungsverfahren

Aktuell

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

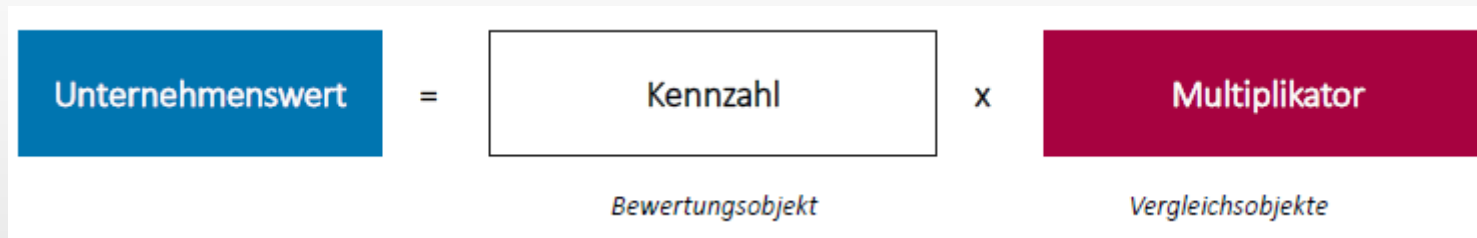
Veraltet

- 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)

$$KGV = \frac{\text{aktueller Aktienkurs}}{\text{jährliches Reingewinn pro Aktien}}$$

- Verhältnis des Kurses einer Aktie zu dem auf diese Aktie entfallenden Reingewinn 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; Stand 6. September 2017

Aktie - Kennzahlen	
Dividende (2016)	0,30
Dividenden-Rendite in %	1,32
KGV	24,93
Gewinn je Aktie	0,91
Anzahl Aktien in Mio.	191,40

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

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

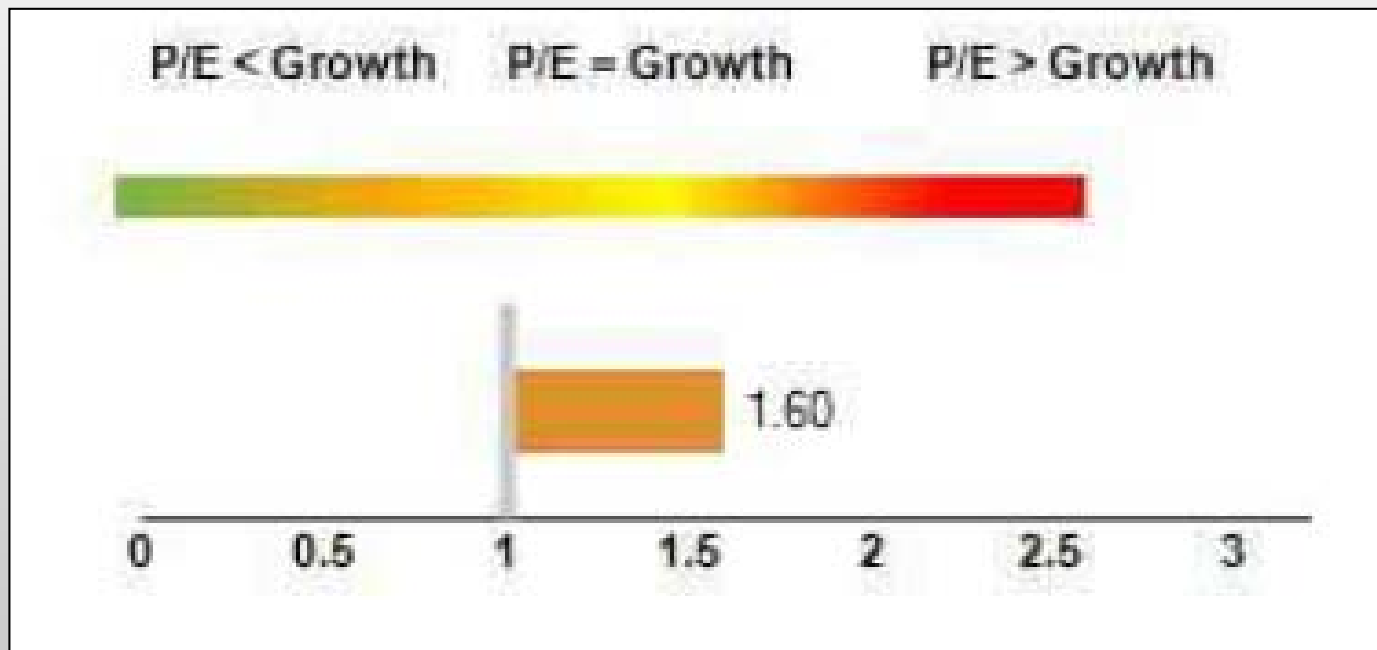
- Kurs-Gewinn-Wachstums-Verhältnis

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

- 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.com; Stand 6. September 2017



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: www.k-plus-s.com; Stand 6. September 2017

		2016	2015	2014	2013	2012
Unternehmenswert (EV) am 31.12.	Mrd. €	7,9	6,9	6,1	5,3	7,5
Unternehmenswert zu Umsatz (EV/Umsatz)	x-fach	2,3	1,7	1,6	1,4	1,9
Unternehmenswert zu EBITDA (EV/EBITDA)	x-fach	15,3	6,5	6,8	5,9	8,3
Unternehmenswert zu EBIT I (EV/EBIT I)	x-fach	34,6	8,8	9,5	8,1	11,5

Entity-Multiplikatoren (5/2)

- Branchenbezogene Multiplikatoren; Quelle: www.finance-magazin.de, wird monatlich veröffentlicht

BRANCHE	BÖRSEN-MULTIPLES		EXPERTEN-MULTIPLES SMALL-CAP ¹⁾				EXPERTEN-MULTI	
	EBIT-Multiple	Umsatz-Multiple	EBIT-Multiple		Umsatz-Multiple		EBIT-Multiple	
			von	bis	von	bis	von	bis
Beratende Dienstleistungen	-	-	6,1	8,5	0,66	1,04	6,9	9,3
Software	15,9 ↑	2,01 ↓	7,6	9,7	1,31	1,75	8,2	10,5
Telekommunikation	15,3 ↑	1,74 ↑	7,4	9,3	0,91	1,28	8,0	10,1
Medien	12,3 ↓	2,32 ↓	6,7	8,9	0,91	1,53	7,5	9,7
Handel und E-Commerce	12,1 ↑	0,83 ↓	6,3	8,8	0,58	0,89	7,2	9,9
Transport, Logistik und Touristik	11,7 ↑	1,03 ↑	5,9	7,7	0,48	0,76	6,5	8,6
Elektrotechnik und Elektronik	14,3 ↑	1,08 ↑	6,6	8,7	0,70	1,01	7,3	9,7
Fahrzeugbau und -zubehör	11,6 ↑	0,95 ↓	6,1	8,1	0,60	0,87	6,8	8,8
Maschinen- und Anlagenbau	16,2 ↑	1,39 ↑	6,8	8,7	0,67	0,97	7,5	9,6
Chemie und Kosmetik	14,7 ↑	1,92 ↑	7,6	9,8	0,89	1,26	8,1	10,4
Pharma	13,1 ↑	1,94 ↑	7,8	9,9	1,36	1,89	8,4	10,8
Textil und Bekleidung	9,2 ↑	1,29 ↑	6,5	8,4	0,75	1,03	7,4	8,7
Nahrungs- und Genussmittel	10,0 ↓	0,66 ↓	7,5	9,6	0,96	1,36	8,6	10,6
Gas, Strom, Wasser	12,8 ↑	0,78 ↑	6,0	7,6	0,63	0,93	6,6	8,5
Umwelttechnologie und erneuerbare Energien	-	-	6,6	8,6	0,68	0,98	7,3	9,3
Bau und Handwerk	15,9 ↑	1,20 ↓	5,7	7,3	0,48	0,75	6,6	8,2

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)
- Vergleichsverfahren
- Liquidationswert

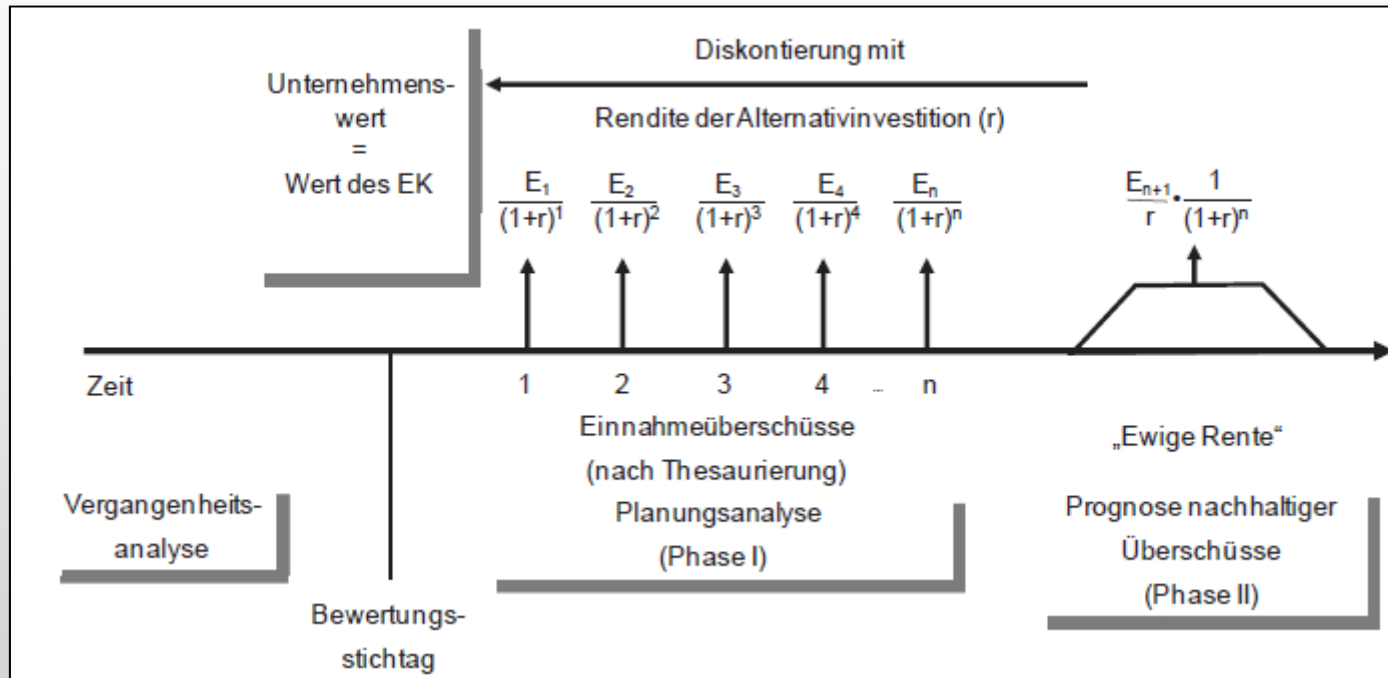
Veraltet

- 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)



EW	=	Ertragswert
E	=	Einnahmeüberschüsse nach Thesaurierung (= Ausschüttung)
r	=	Kapitalisierungszinssatz
t	=	Periode
T	=	Anzahl der Perioden

Ertragswertverfahren (3)

- Phasenmodelle

$EW = \sum_{t=1}^T \frac{E_t}{(1+r)^t} + \frac{E_{T+1}}{r \cdot (1+r)^T}$ <p style="text-align: center; margin-top: -10px;"><u>ohne Wachstum</u></p>	$EW = \sum_{t=1}^T \frac{E_t}{(1+r)^t} + \frac{E_T \cdot (1+w)}{(r-w) \cdot (1+r)^T}$ <p style="text-align: center; margin-top: -10px;"><u>mit Wachstum</u></p>
--	---

- Detailplanungszeitraum (Phase I)
 - zwischen 3 und 5 Jahre
 - Variable Ausschüttung mit konstantem Wachstum
- Ewige Rente (Phase II)

↓
Phase I

↓
Phase II

Bewertungsverfahren

Aktuell

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

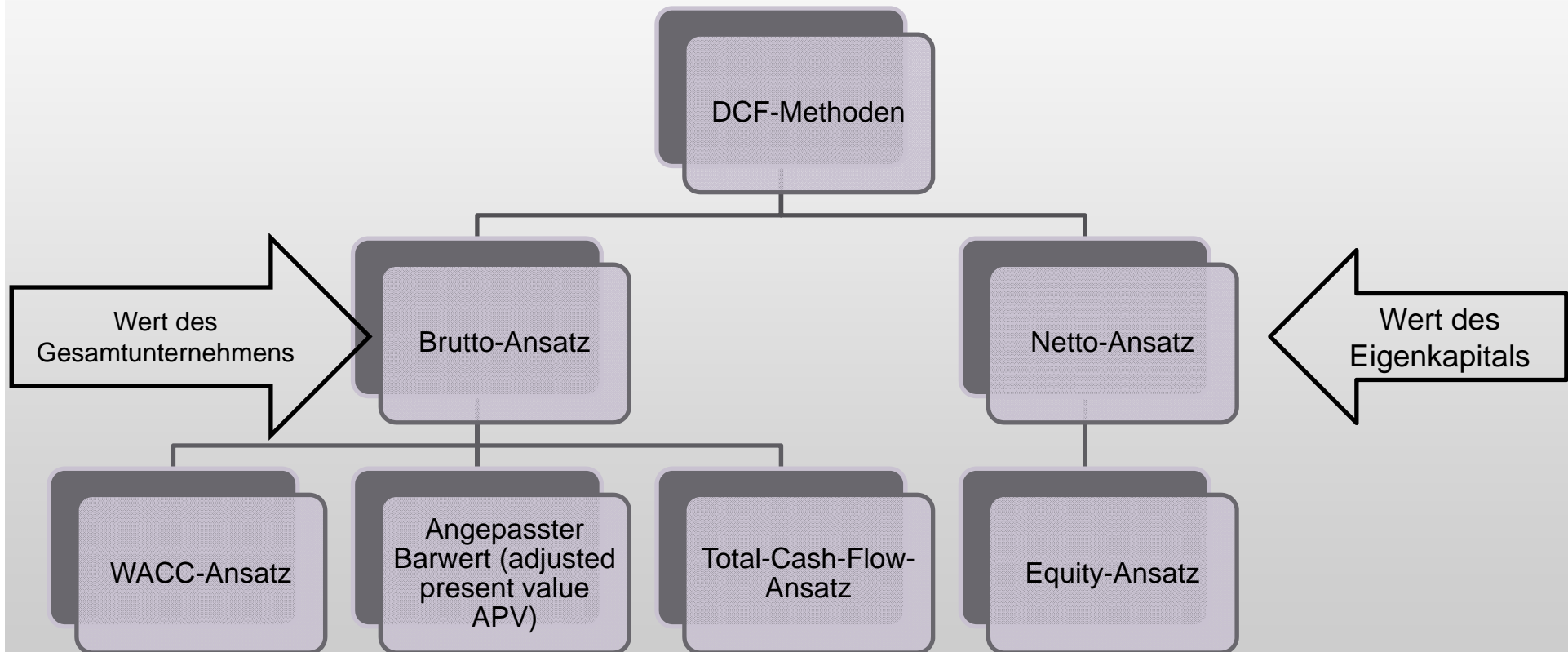
Veraltet

- Substanzwert
- Stuttgarter Verfahren

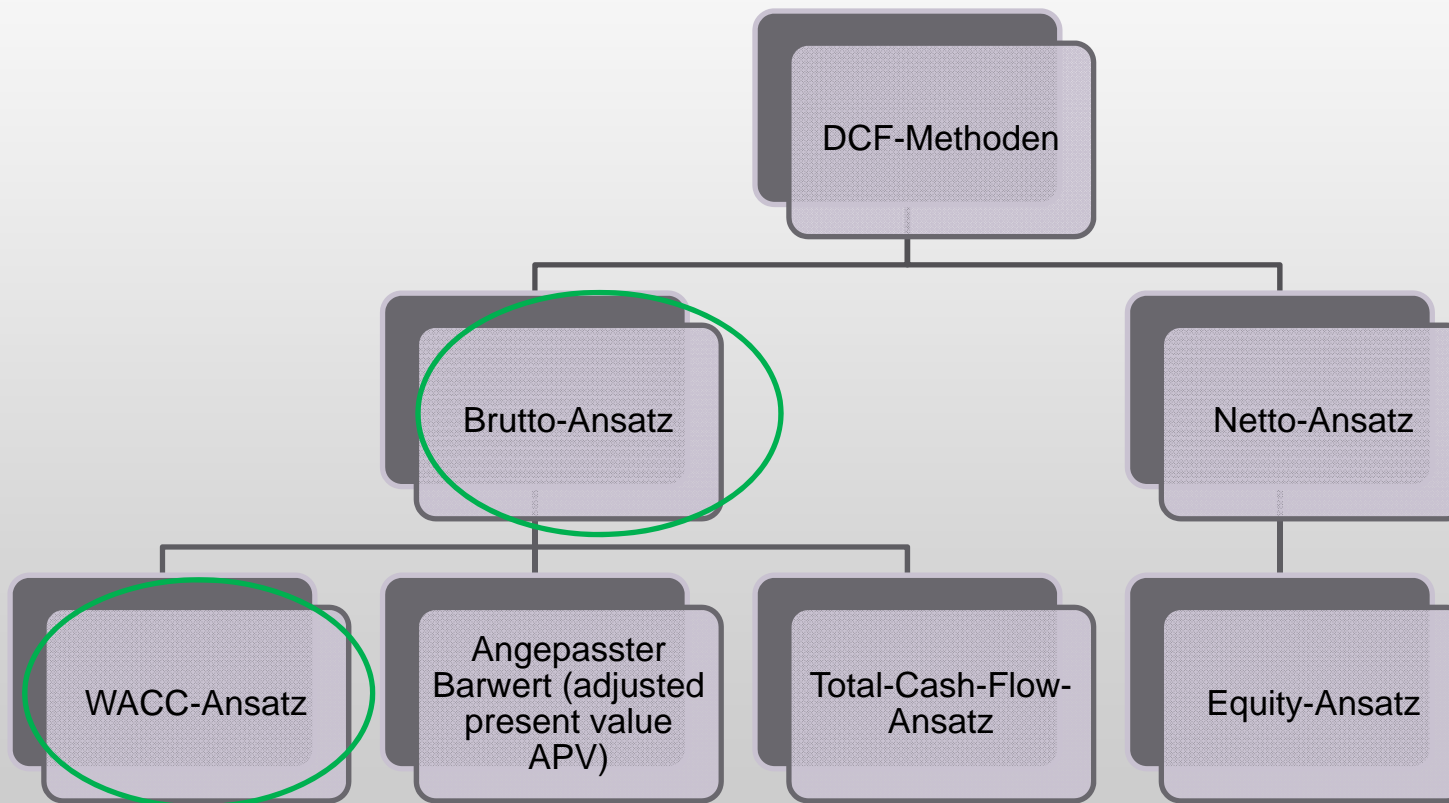
Discounted-Cash-Flow-Verfahren (1)

- 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

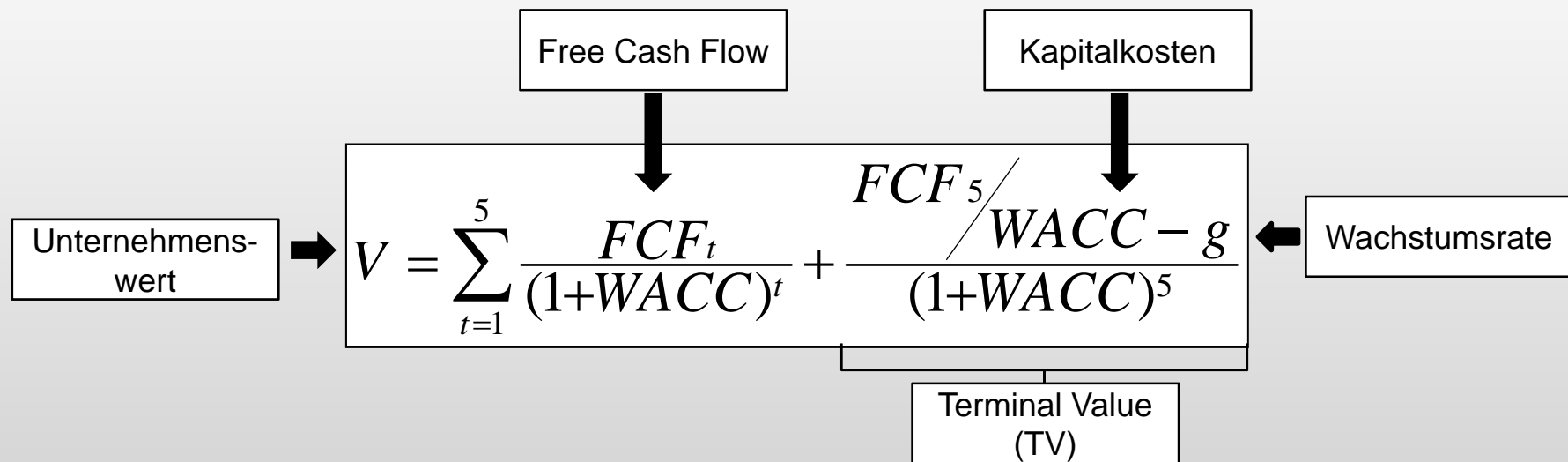
Discounted-Cash-Flow-Verfahren (2)



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

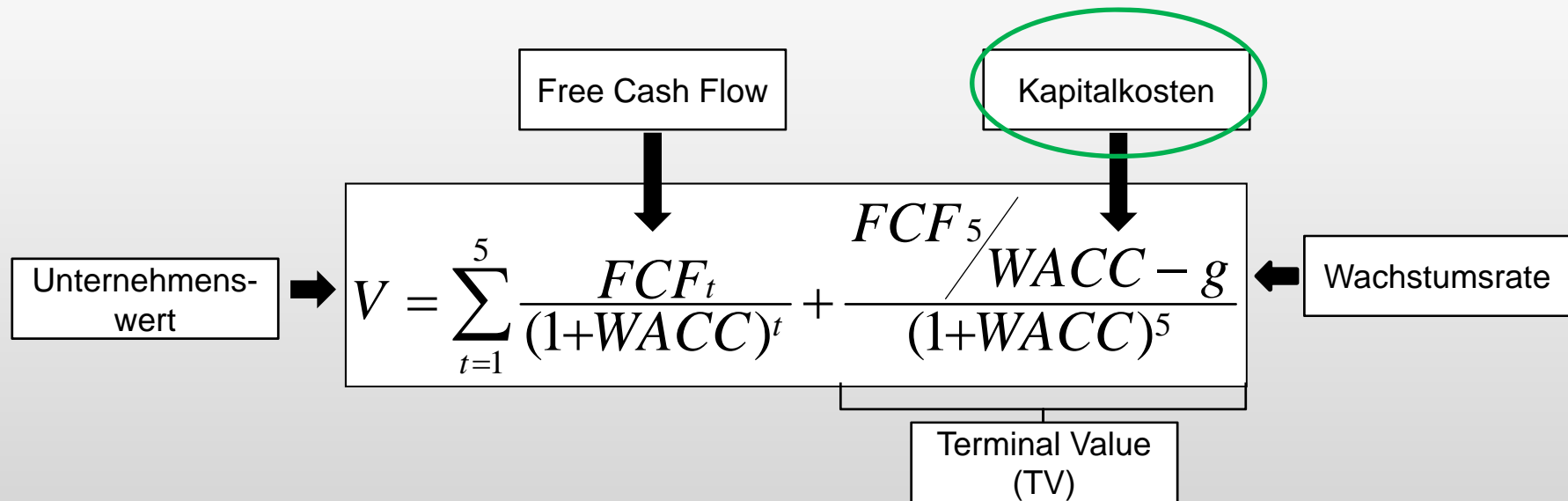


Discounted-Cash-Flow-Verfahren (2)



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 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_e = Eigenkapitalkosten
K_d = Fremdkapitalkosten
T_c = Grenzsteuersatz
(Regelsteuersatz)

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

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_e = Eigenkapitalkosten
K_d = Fremdkapitalkosten
T_c = Grenzsteuersatz
(Regelsteuersatz)

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

- Kapitalkosten = Zinssatz zur Diskontierung der bewertungsrelevanten Zahlungsströme
- Die Ermittlung der Kapitalkosten ist ein wesentlicher Bestandteil von Unternehmensbewertungen
- Zur Ermittlung der Kapitalkosten wird meist das Capital Asset Pricing Model (CAPM) verwendet

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

- Die Eigenkapitalkosten setzen sich aus drei Faktoren zusammen:
 - Risikoloser Zinssatz (risk-free rate)
 - Risikoprämie (risk premium)
 - Unternehmensspezifische Risiko-Anpassung (Beta)

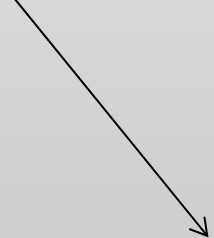
$$K_{EK} = r_f + \beta \cdot (r_M - r_f)$$



risikoloser Zins



Beta



Marktrisikoprämie

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

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

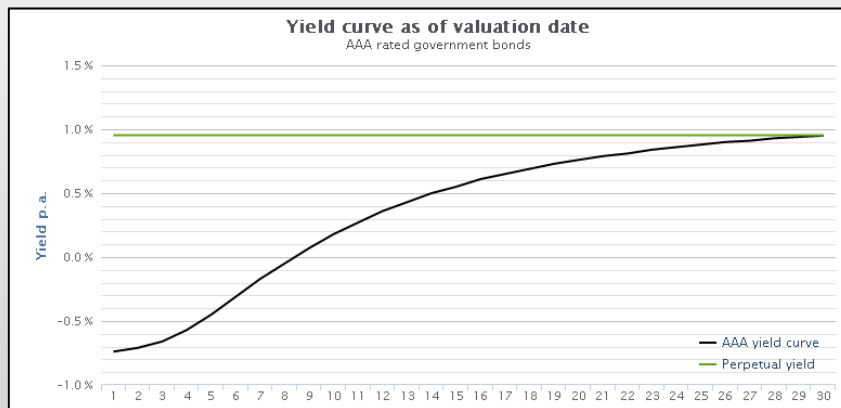
risikoloser Zins

Beta

Marktrisikoprämie

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

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



Quelle: www.basiszinskurve.de

Wert nach IDW konformer Svensson-Methode zum 31.12.2016: **0,9532 %**
(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
%		-0.74	-0.71	-0.66	-0.57	-0.45	-0.31	-0.17	-0.05	0.07	0.18	0.27	0.36	0.43	0.5	0.55
t	0.953%	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
%		0.61	0.65	0.69	0.73	0.76	0.79	0.81	0.84	0.86	0.88	0.9	0.91	0.93	0.94	0.95

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

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

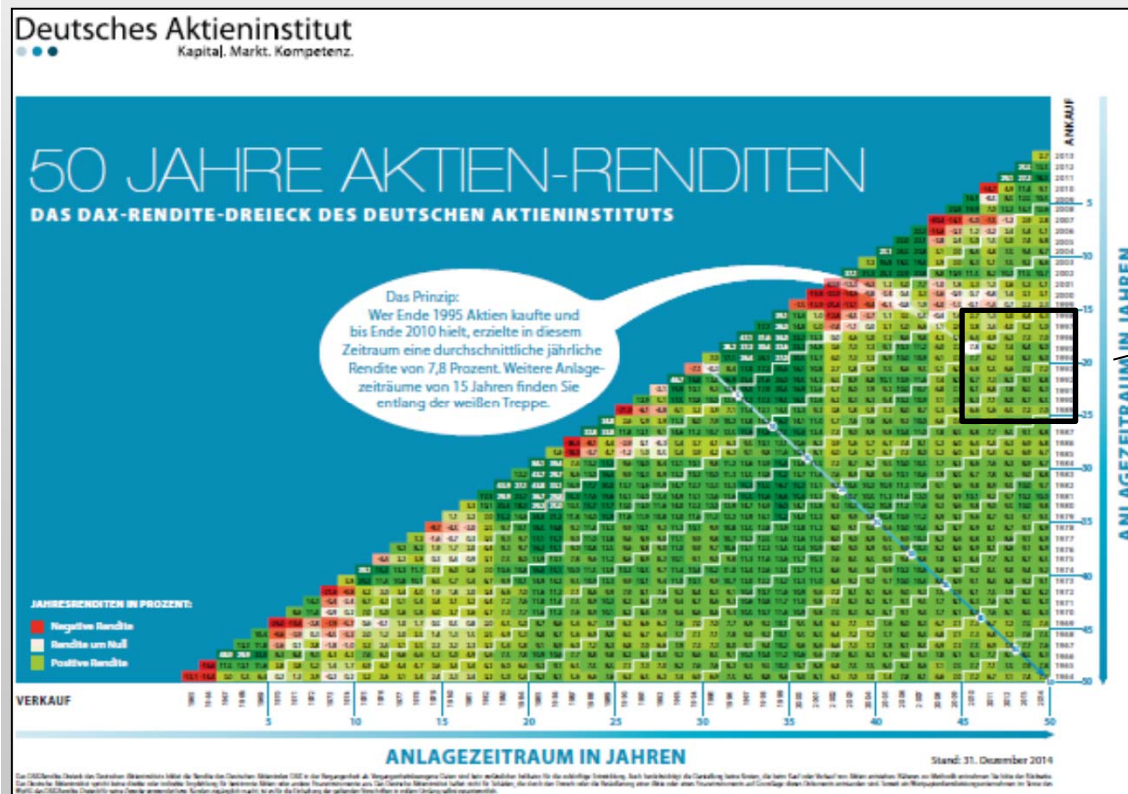
risikoloser Zins

Beta

Marktrisikoprämie

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

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



6,9	6,7	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

30

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

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

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 (2/12)

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

risikoloser Zins

Beta

Marktrisikoprämie

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

- 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 (2/14)

- 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)

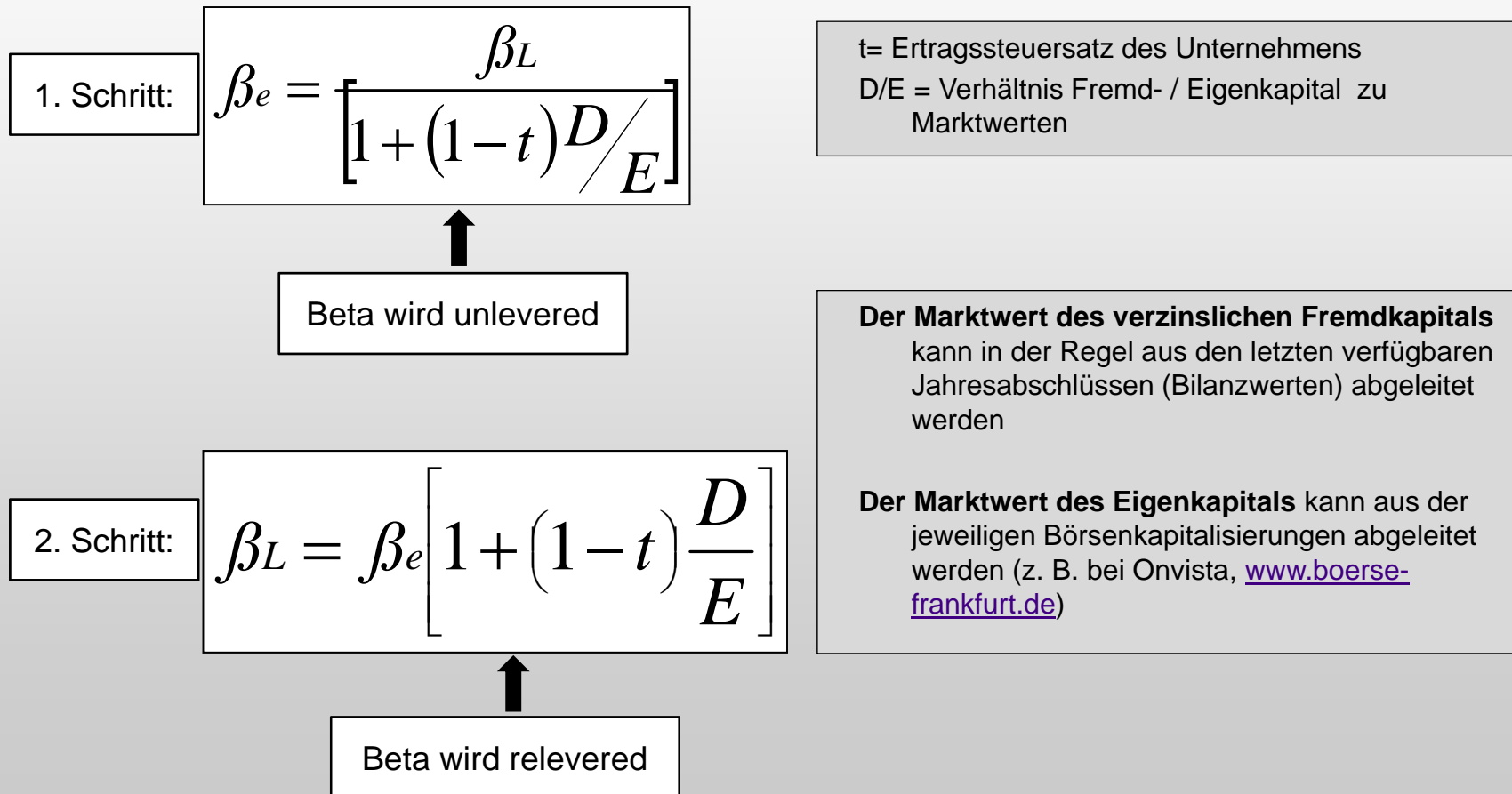
Discounted-Cash-Flow-Verfahren (2/15)

- 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 (2/16)



Discounted-Cash-Flow-Verfahren (2/17)

		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)						0,83

Discounted-Cash-Flow-Verfahren (2/18)

Formel zur Ermittlung der gewogenen Kapitalkosten:

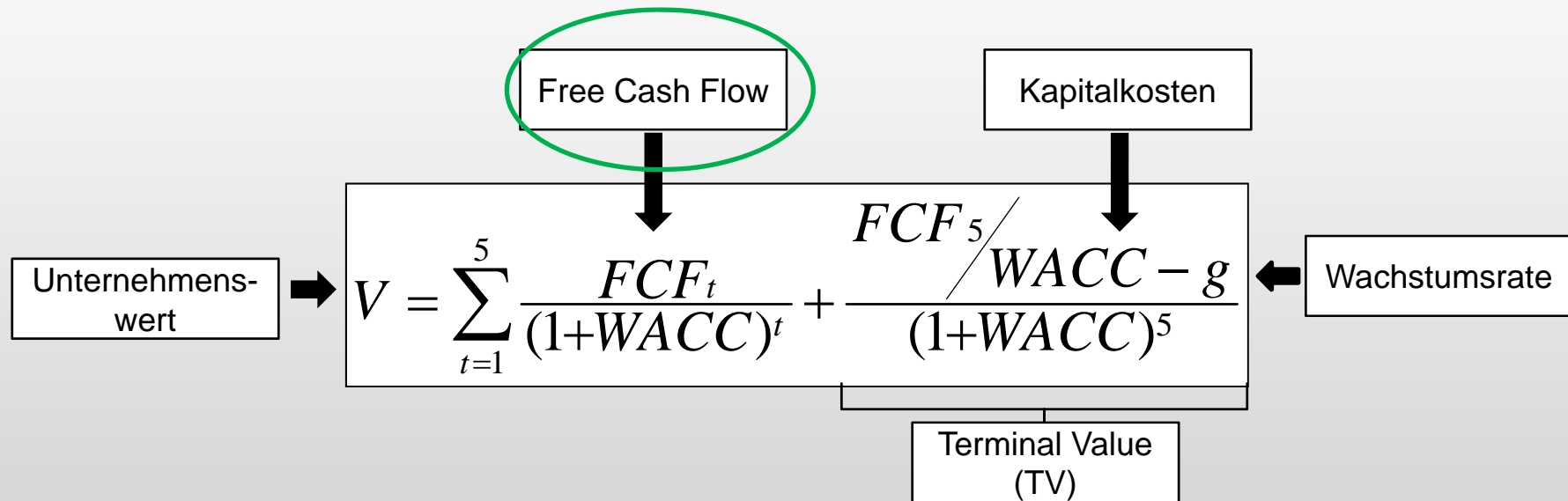
$$WACC = \frac{E}{V} k_e + \frac{D}{V} k_d (1 - T_c)$$

E = Marktwert des Eigenkapitals
D = Marktwert des Fremdkapitals
V = D + E
K_e = Eigenkapitalkosten
K_d = Fremdkapitalkosten
T_c = Grenzsteuersatz
(Regelsteuersatz)

Discounted-Cash-Flow-Verfahren (2/19)

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

Discounted-Cash-Flow-Verfahren (2/20)



Discounted-Cash-Flow-Verfahren (2/21)

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

EBIT

- Investitionsaufwand

- Unternehmensteuer

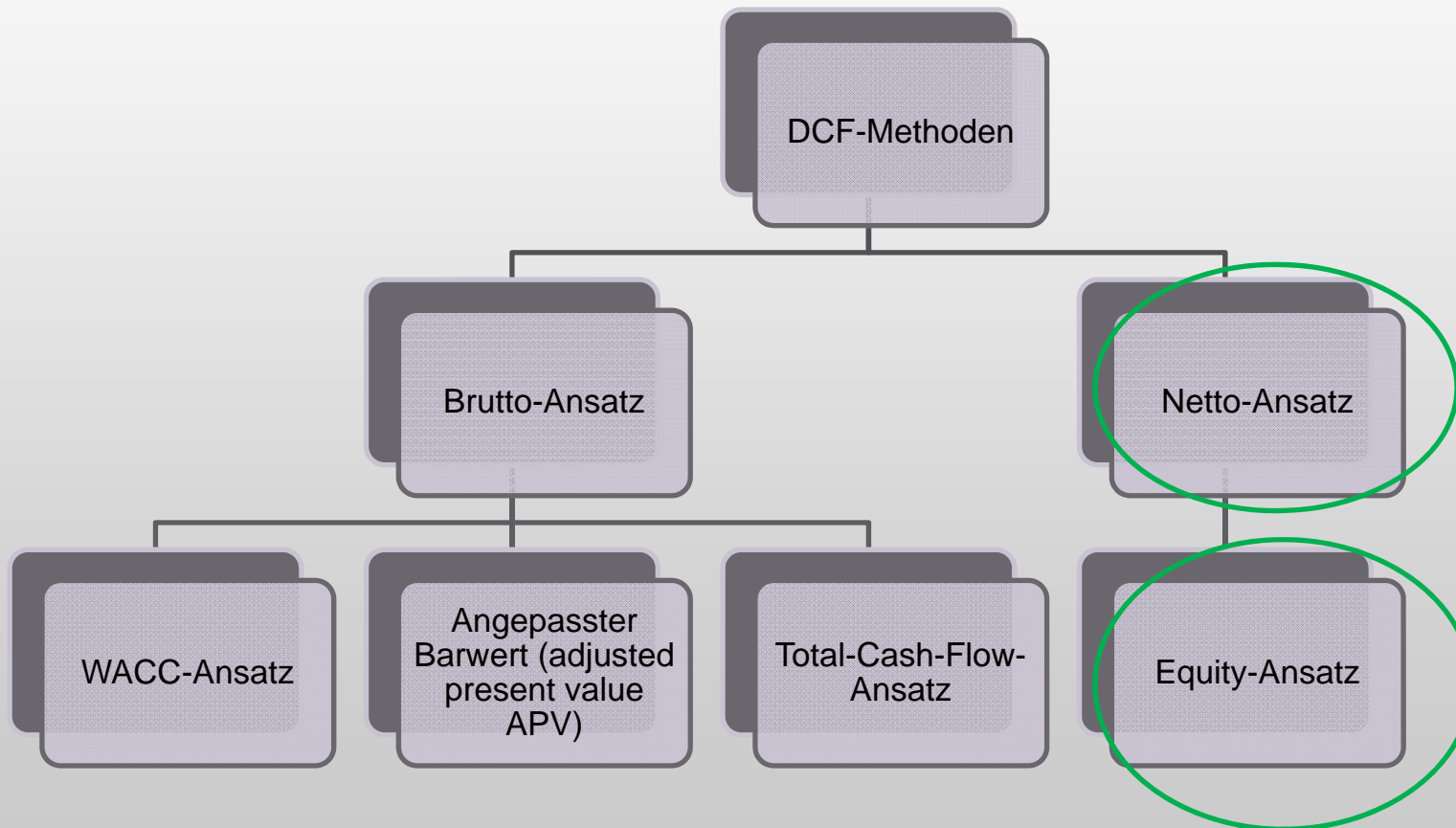
+ Abschreibungen/Amortisation

-/+ Zinserträge/Zinsaufwendungen

-/+ Veränderungen des Umlaufvermögens

Free Cash Flow

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"> • konstantes Investitionsrisiko • konstanter Verschuldungsgrad $L^* = F / V^F$ • keine Insolvenzrisiken • steuerliche, durch F ausgelöste Vorteile werden in jeder Periode erzielt 	<ul style="list-style-type: none"> • konstantes Investitionsrisiko • autonom vorgegebene Verschuldung oder $L^* = F / V^F$ konstant • keine Insolvenzrisiken • steuerliche, durch F ausgelöste Vorteile werden in jeder Periode erzielt 	<ul style="list-style-type: none"> • konstantes Investitionsrisiko • konstanter Verschuldungsgrad $L^* = F / V^F$ • keine Insolvenzrisiken • steuerliche, durch F ausgelöste Vorteile werden in jeder Periode erzielt 	<ul style="list-style-type: none"> • konstantes Investitionsrisiko • konstanter Verschuldungsgrad $L^* = F / V^F$ • keine Insolvenzrisiken • steuerliche, durch F ausgelöste Vorteile werden in jeder Periode erzielt

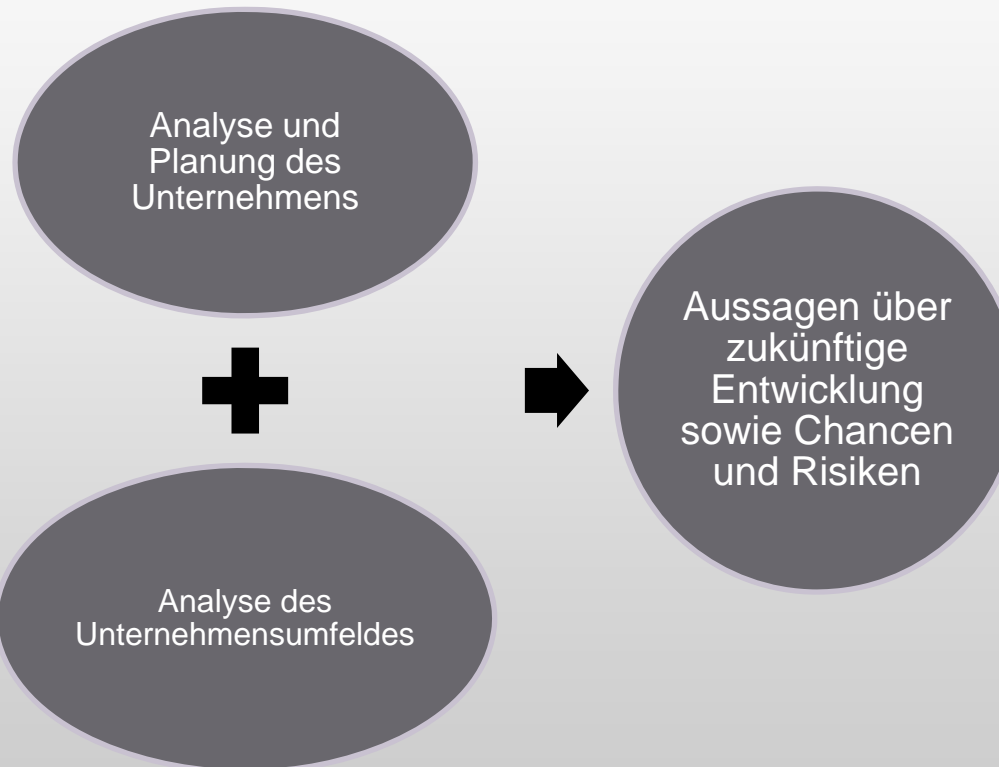


Oldenburgische
Industrie- und Handelskammer

IHK / TGO kooperativ

TERHEYDEN Steuerberatung
Wirtschaftsprüfung

Optimale Unternehmensdarstellung



Analyse (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 (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 (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 (4)

TEUR	2014 Ist	2015 Ist	2016 Ist
Umsatzerlöse	11.104 100,0	10.671 100,0	11.087 [↑] 100,0
Wachstumsrate	-3,1	-3,9	3,9
Gesamtleistung	11.104 100,0	10.671 100,0	11.087 100,0
Cost of sales	0,0	-8.288 -77,7	-8.645 [↑] -78,0
Rohertrag	11.104 100,0	2.383 22,3	2.442 22,0
Betriebliche Fix-Kosten			
G&A	0,0	-1.256 -11,8	-1.115 [↑] -10,1
S&M	0,0	-100 -0,9	-80 [↑] -0,7
R&D	0 0,0	0 0,0	-158 -1,4
Summe betriebliche Fix-Kosten	-9.838 -88,6	-1.356 -12,7	-1.353 -12,2
Betriebsergebnis	1.266 11,4	1.027 9,6	1.089 9,8
Finanzergebnis	-141 -1,3	-83 -0,8	-60 [↑] -0,5
Betriebs- und Finanzergebnis	1.125 10,1	944 8,8	1.029 9,3
Abschreibung GoF	0 0,0	-1 0,0	0 0,0
Steuern	-475 -4,3	-288 -2,7	-296 -2,7
Jahresüberschuss	650 5,9	655 6,1	733 6,6

TEUR	2014 Ist	2015 Ist	2016 Ist
Anlagevermögen	345 3,6	474 4,6	409 3,3
Immaterielle Vermögensgegenstände	175 1,8	345 3,3	307 2,5
Sachanlagen	140 1,5	99 1,0	69 0,6
Finanzanlagen	30 0,3	30 0,3	33 0,3
Umlaufvermögen	9.228 96,4	9.853 95,4	12.017 96,7
Unfertige Leistungen	1.995 20,8	3.861 37,4	4.886 [↑] 39,3
Forderungen LuL	5.149 53,8	4.212 40,8	3.707 [↑] 29,8
Sonstige Vermögensgegenstände und RAP	1.092 11,4	1.036 10,0	2.532 20,4
Kasse, Bank, Wertpapiere	992 10,4	744 7,2	893 7,2
Aktiva	9.573 100,0	10.327 100,0	12.426 100,0
Eigenkapital	3.165 33,1	3.820 37,0	4.553 36,6
gezeichnetes Kapital	525 5,5	525 5,1	525 4,2
gesetzliche Rücklage	106 1,1	106 1,0	106 0,9
Ausschüttung	-650 [↑] -6,8	0 0,0	0 0,0
Ergebnisvortrag	2.534 26,5	2.534 24,5	3.189 25,7
Ergebnis	650 6,8	655 6,3	733 5,9
Rückstellungen	1.273 13,3	1.950 18,9	2.540 20,4
Verbindlichkeiten	5.135 53,6	4.557 44,1	5.333 42,9
gegenüber Kreditinstituten *)	2.521 26,3	2.032 19,7	1.322 [↑] 10,6
aus Lieferungen und Leistungen	1.401 14,6	937 9,1	2.003 16,1
gegenüber verbundenen Unternehmen	0 0,0	4 0,0	0 0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	1.213 12,7	1.584 15,3	2.008 [↑] 16,2
Passiva	9.573 100,0	10.327 100,0	12.426 100,0

Analyse (5)

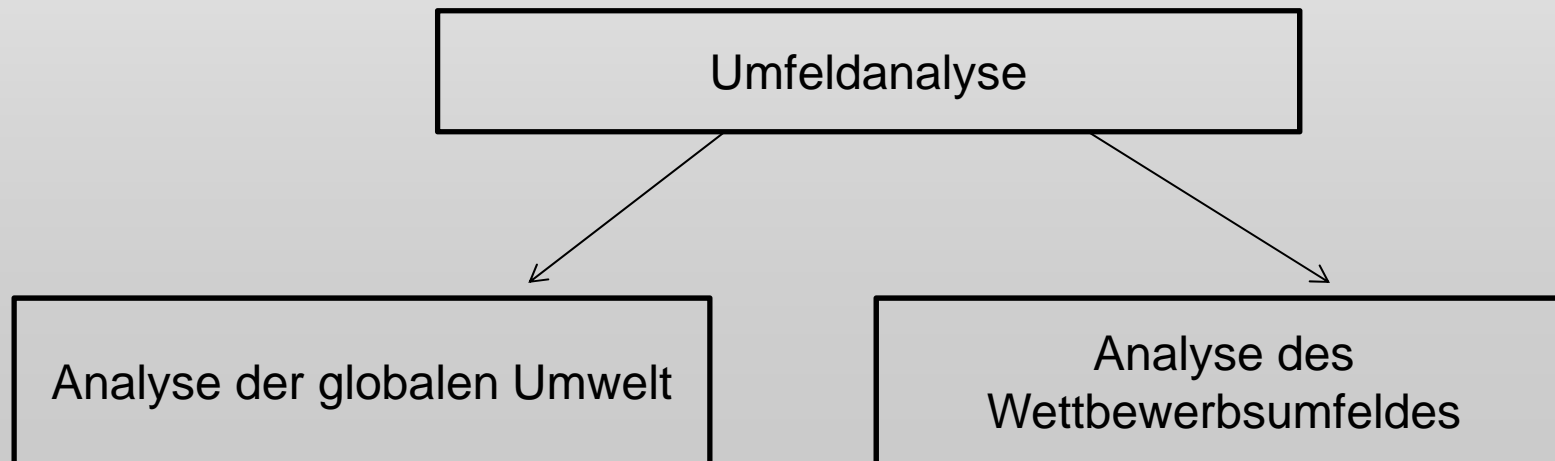
TEUR	2015 Ist	2016 Ist
Jahresüberschuss	655	733
+ Abschreibungen Sachanlagen und immaterielle Vermögensgegenstände	41	143
+/- Veränderung Rückstellungen	677	590
+/- Veränderung latente Steuern	0	0
Finanzsaldo aus der Absatztätigkeit	1.373	1.466
Veränderung unfertige und fertige Erzeugnisse	-1.866	-1.024
Veränderung Forderungen	937	505
Veränderung sonstige Vermögensgegenstände und RAP	56	-1.496
Veränderung Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	-464	1.066
Veränderung sonstige Verbindlichkeiten	371	424
Veränderung umlaufendes Betriebsvermögen	-966	-525
Operativer Cash Flow	407	941
Investitionen	-170	-78
Mittelzu-/abfluß vor Finanzierung	237	863
Finanzierung		
Veränderung des gez. Kapitals aus Einlagen	0	0
Veränderung des gez. Kapitals aus WAP	0	0
Veränderung des EK aus Ausschüttungen	0	0
Verbindlichkeiten ggü. Gesellschaftern	0	0
Veränderung Ford. ggü. verb/nahest. Untern.	0	0
Veränderung Verb. ggü. verb/nahest. Untern.	4	-4
Veränderung Kasse, Bank, Wertpapiere	248	-149
Mittelzu-/abfluß aus Finanzierung	-237	-863

Analyse (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 (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 (8)

- **Analyse der globalen Umwelt**

Die PEST-Analyse befasst sich mit den relevanten Einflussfaktoren der globalen Umwelt auf eine Branche bzw. Unternehmen.

Politisch	E-wirtschaftlich
Gesetzgebung Steuergesetzgebung Politische Stabilität	Entwicklung relevanter volkswirtschaftlicher Indikatoren (z.B. Inflation) Arbeitslosigkeit Ressourcenverfügbarkeit
Sozio-kulturell	Technologisch
Bevölkerung und Demographie Einkommensverteilung Konsumverhalten	Technologisches Niveau -der Wirtschaft -der Branche

Analyse (9)

- **Analyse des Wettbewerbsumfeldes:**

5-Forces-Model von Porter:

- Verhandlungsmacht der Abnehmer
- Verhandlungsmacht der Lieferanten
- Bedrohung durch Ersatzprodukte (Substitution)
- Bedrohung durch neue Anbieter

Planung (1)

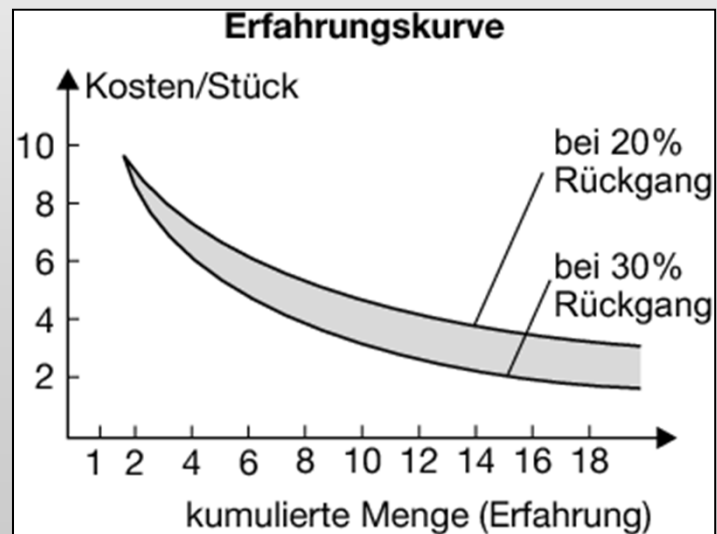


Planung (2)

- **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)

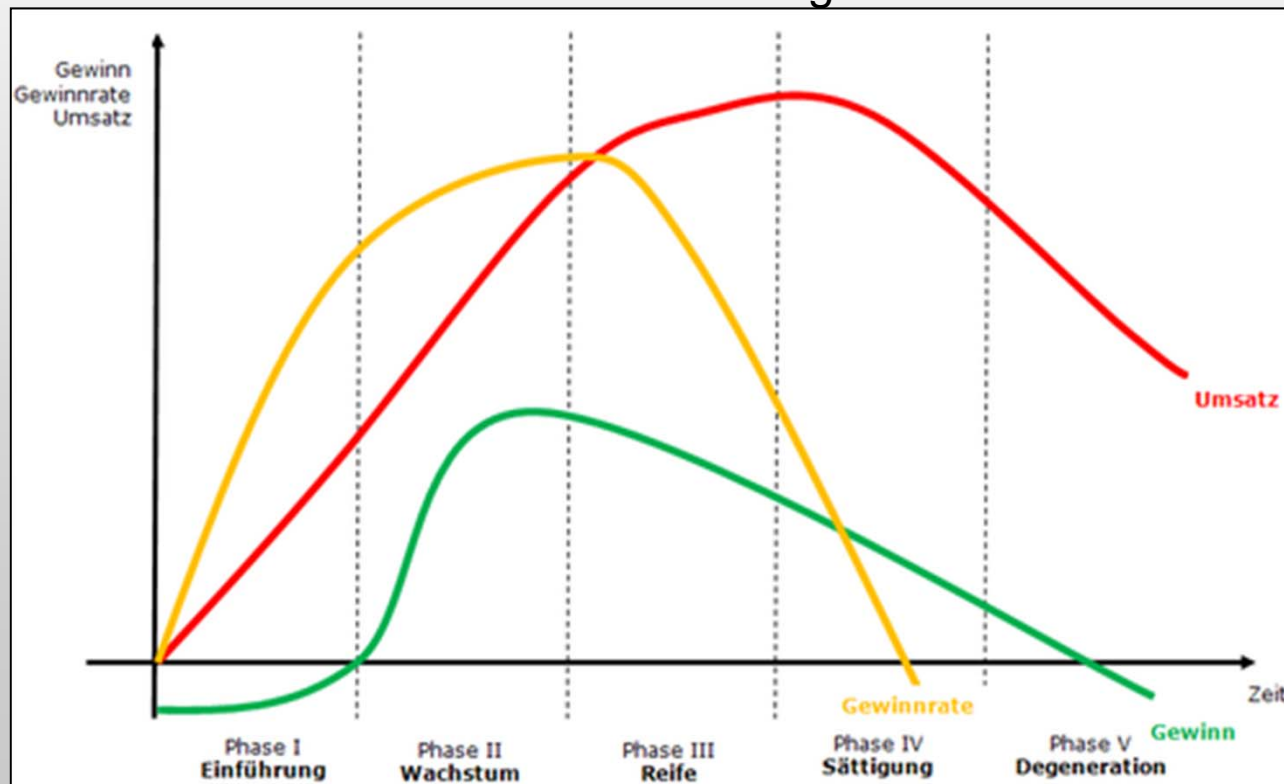
Planung (3)

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



Planung (4)

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

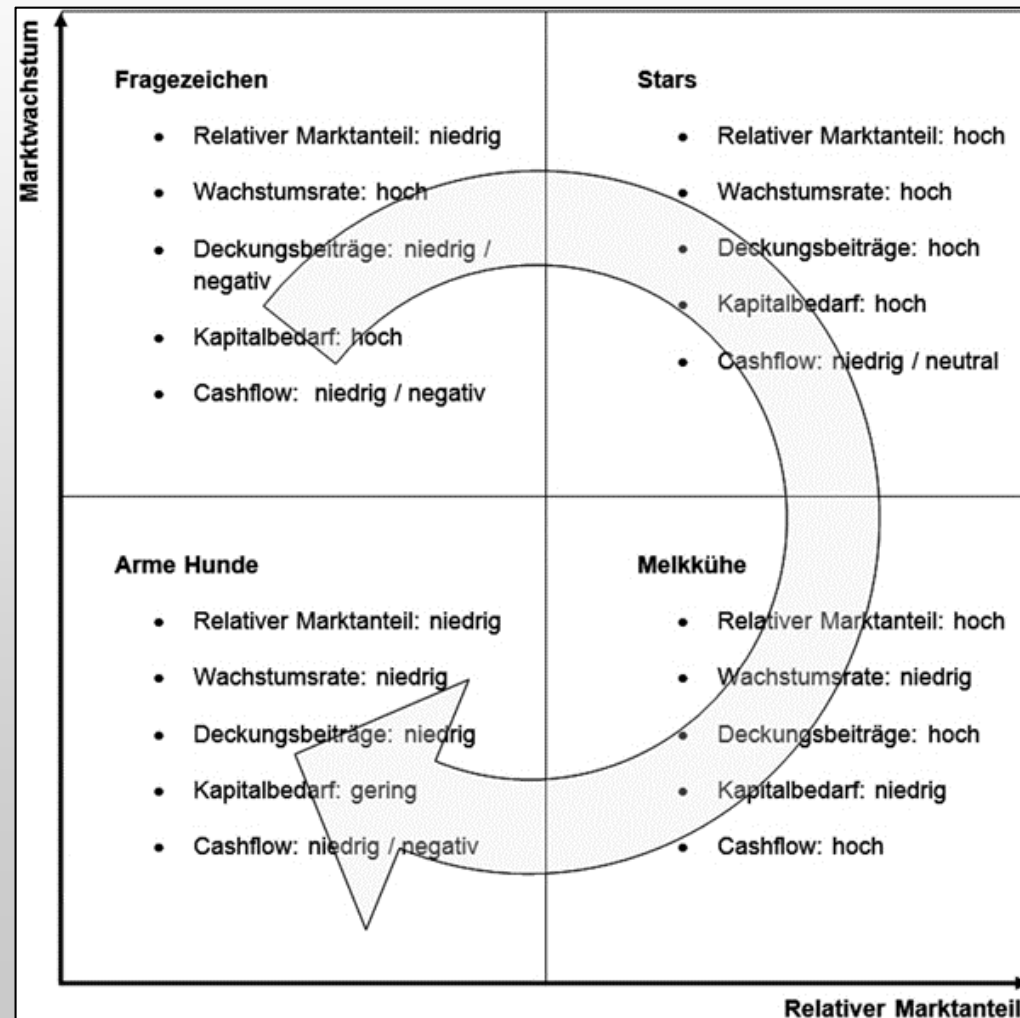


Planung (5)

- 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.

Planung (6)

Vier-Feld-Martix



Planung (7)

- 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.

Planung (8)

- **Vorteile:**

- einfachen Handhabbarkeit

- **Nachteile:**

- Übersehen von Wettbewerbern
- Nicht eindeutige Empfehlung
- Unterstellung hinsichtlich der Kostenentwicklung
- Beeinflussbarkeit der Wachstumsrate

Planung (9)

- McKinsey hat in den 1970er Jahren dieses Konzept (Neun-Feld-Matrix) 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.

Planung (10)

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

Planung (11)

- **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

- **Nachteil**

- Normstrategien, ähnlich wie in der Vier-Felder-Matrix,
- Subjektive Auswahl der Faktoren und deren Gewichtung ,
- Wechselwirkungen zwischen den einzelnen Geschäftsfeldern bleiben unberücksichtigt

Planung (12)

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

Planung (13)

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

Planung (14)

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

$$CLV = \sum_{t=0}^{t=T} \frac{e-a}{(1+i)^t}$$

T = erwartete Dauer der Geschäftsbeziehung
e = erwartete kundenspezifische Einzahlungen
a = erwartete kundenspezifische Auszahlungen
i = Kalkulationszinssatz

Planung (15)

- **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

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

Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse (4)

TEUR	2017		2018		2019		2020		2021	
	Plan		Plan		Plan		Plan		Plan	
Umsatzerlöse	13.400	100,0	14.070	100,0	14.774	100,0	15.513	100,0	16.289	100,0
<i>Wachstumsrate</i>	20,9		5,0		5,0		5,0		5,0	
Gesamtleistung	13.400	100,0	14.070	100,0	14.774	100,0	15.513	100,0	16.289	100,0
Cost of sales	-10.490	-78,3	-10.975	-78,0	-11.524	-78,0	-12.178	-78,5	-12.787	-78,5
Rohertrag	2.910	21,7	3.095	22,0	3.250	22,0	3.335	21,5	3.502	21,5
Betriebliche Fix-Kosten										
G&A	-1.482	-11,1	-1.556	-11,1	-1.634	-11,1	-1.716	-11,1	-1.802	-11,1
S&M	-118	-0,9	-123	-0,9	-128	-0,9	-133	-0,9	-138	-0,8
R&D	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Summe betriebliche Fix-Kosten	-1.600	-11,9	-1.679	-11,9	-1.762	-11,9	-1.849	-11,9	-1.940	-11,9
Betriebsergebnis	1.310	9,8	1.416	10,1	1.488	10,1	1.486	9,6	1.562	9,6
Finanzergebnis	-55	-0,4	-17	-0,1	-13	-0,1	-11	-0,1	-10	-0,1
Betriebs- und Finanzergebnis	1.255	9,4	1.399	9,9	1.475	10,0	1.475	9,5	1.552	9,5
Abschreibung GoF	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Steuern	-339	-2,5	-378	-2,7	-398	-2,7	-398	-2,6	-419	-2,6
Jahresüberschuss	916	6,8	1.021	7,3	1.077	7,3	1.077	6,9	1.133	7,0

Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse (5)

Tage	2014 Ist	2015 Ist	2016 Ist	2017 Plan	2018 Plan	2019 Plan	2020 Plan	2021 Plan
Umschlagskennziffern								
Vorrat zu Umsatz (Lagerumschlag)	0,18	0,36	0,44	0,42	0,41	0,39	0,37	0,34
Umschlagshäufigkeit in Tagen	64,68	130,26	158,62	151,42	147,82	140,62	133,42	122,62
Umschlagshäufigkeit in Monaten	2,2	4,3	5,3	5,0	4,9	4,7	4,4	4,1
Forderungen aus LuL	167	142	120	118	116	114	112	110
Verbindlichkeiten LuL		-41	-83	-83	-83	-83	-83	-83

Annahmen

Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse (6)

TEUR	2017		2018		2019		2020		2021	
	Plan		Plan		Plan		Plan		Plan	
Anlagevermögen	407	3,0	405	3,0	407	3,0	412	3,0	414	3,0
Immaterielle Vermögensgegenstände	277	2,1	247	1,8	227	1,6	207	1,5	187	1,3
Sachanlagen	94	0,7	119	0,9	144	1,0	169	1,2	194	1,4
Finanzanlagen	36	0,3	39	0,3	36	0,3	36	0,3	33	0,2
Umlaufvermögen	13.001	97,0	13.235	97,0	13.377	97,0	13.499	97,0	13.465	97,0
Unfertige Leistungen	5.636	42,0	5.777	42,4	5.771	41,9	5.749	41,3	5.548	40,0
Forderungen LuL	4.406	32,9	4.548	33,3	4.694	34,1	4.842	34,8	4.994	36,0
Sonstige Vermögensgegenstände und RAP	2.032	15,2	1.963	14,4	1.922	13,9	1.891	13,6	1.876	13,5
Kasse, Bank, Wertpapiere	927	6,9	947	6,9	990	7,2	1.017	7,3	1.047	7,5
Aktiva	13.408	100,0	13.640	100,0	13.784	100,0	13.911	100,0	13.879	100,0
Eigenkapital	5.319	39,7	5.940	43,5	6.317	45,8	6.544	47,0	6.427	46,3
gezeichnetes Kapital	525	3,9	525	3,8	525	3,8	525	3,8	525	3,8
gesetzliche Rücklage	106	0,8	106	0,8	106	0,8	106	0,8	106	0,8
Ausschüttung	-150	-1,1	-400	-2,9	-700	-5,1	-850	-6,1	-1.250	-9,0
Ergebnisvortrag	3.922	29,3	4.688	34,4	5.309	38,5	5.686	40,9	5.913	42,6
Ergebnis	916	6,8	1.021	7,5	1.077	7,8	1.077	7,7	1.133	8,2
Rückstellungen	2.290	17,1	2.090	15,3	1.890	13,7	1.740	12,5	1.640	11,8
Verbindlichkeiten	5.799	43,3	5.610	41,1	5.577	40,5	5.627	40,5	5.812	41,9
gegenüber Kreditinstituten *)	927	6,9	644	4,7	528	3,8	433	3,1	443	3,2
aus Lieferungen und Leistungen	2.774	20,7	2.903	21,3	3.049	22,1	3.219	23,1	3.380	24,4
gegenüber verbundenen Unternehmen	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	2.098	15,6	2.063	15,1	2.000	14,5	1.975	14,2	1.989	14,3
Passiva	13.408	100,0	13.640	100,0	13.784	100,0	13.911	100,0	13.879	100,0

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

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

Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse (7)

TEUR	2017 Plan	2018 Plan	2019 Plan	2020 Plan	2021 Plan
Jahresüberschuss	916	1.021	1.077	1.077	1.133
+ Abschreibungen Sachanlagen und immaterielle Vermögensgegenstände	35	35	25	25	25
+/- Veränderung Rückstellungen	-250	-200	-200	-150	-100
+/- Veränderung latente Steuern	0	0	0	0	0
Finanzsaldo aus der Absatztätigkeit	701	856	902	952	1.058
Veränderung unfertige und fertige Erzeugnisse	-751	-141	6	22	201
Veränderung Forderungen	-699	-142	-146	-148	-152
Veränderung sonstige Vermögensgegenstände und RAP	500	69	41	31	15
Veränderung Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	771	129	146	170	160
Veränderung sonstige Verbindlichkeiten	90	-35	-63	-25	14
Veränderung umlaufendes Betriebsvermögen	-89	-120	-16	50	238
Operativer Cash Flow	612	736	886	1.002	1.296
Investitionen	-33	-33	-27	-30	-27
Mittelzu-/abfluß vor Finanzierung	579	703	859	972	1.270
Finanzierung					
Veränderung des gez. Kapitals aus Einlagen	0	0	0	0	0
Veränderung des gez. Kapitals aus WAP	0	0	0	0	0
Veränderung des EK aus Ausschüttungen	-150	-400	-700	-850	-1.250
Verbindlichkeiten ggü. Gesellschaftern	0	0	0	0	0
Veränderung Ford. ggü. verb./nahest. Untern.	0	0	0	0	0
Veränderung Verb. ggü. verb./nahest. Untern.	0	0	0	0	0
Veränderung Kasse, Bank, Wertpapiere	-34	-20	-43	-27	-30
Mittelzu-/abfluß aus Finanzierung	-579	-703	-859	-972	-1.270

Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse (8)

<i>Ermittlung des Free Cash Flow</i>					
[T€/ %]	2017	2018	2019	2020	2021
EBIT	1.310	1.416	1.488	1.486	1.562
-adaptierte Steuern auf EBIT	-354	-382	-402	-401	-422
NOPLAT	956	1.034	1.086	1.085	1.140
+ Abschreibungen	35	35	25	25	25
+/- Veränderung Rückstellungen	-250	-200	-200	-150	-100
Brutto Cash Flow	741	869	911	960	1.065
Veränderung des Working Capital	-89	-120	-16	50	238
Veränderung der liquiden Mittel	-34	-20	-43	-27	-30
+/- Veränderung des Working Capital incl. Liquidität	-123	-140	-59	23	208
-Investitionen/ + Desinvestitionen	-78	-33	-33	-27	-30
Free Cash Flow	540	696	820	955	1.243

Zusammenfassung

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

Ablaufschema



- Informationsbeschaffung
- Vergangenheitsanalyse
- Planung und Prognose
- Plausibilitätsbeurteilung
- Wertermittlung

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

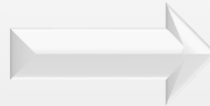
Allgemeine Angaben und wirtschaftliche Grundlagen

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

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

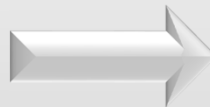
Unser Team

Wirtschaftsprüfer/
Steuerberater



Ralf Terheyden

Steuerberater/-in



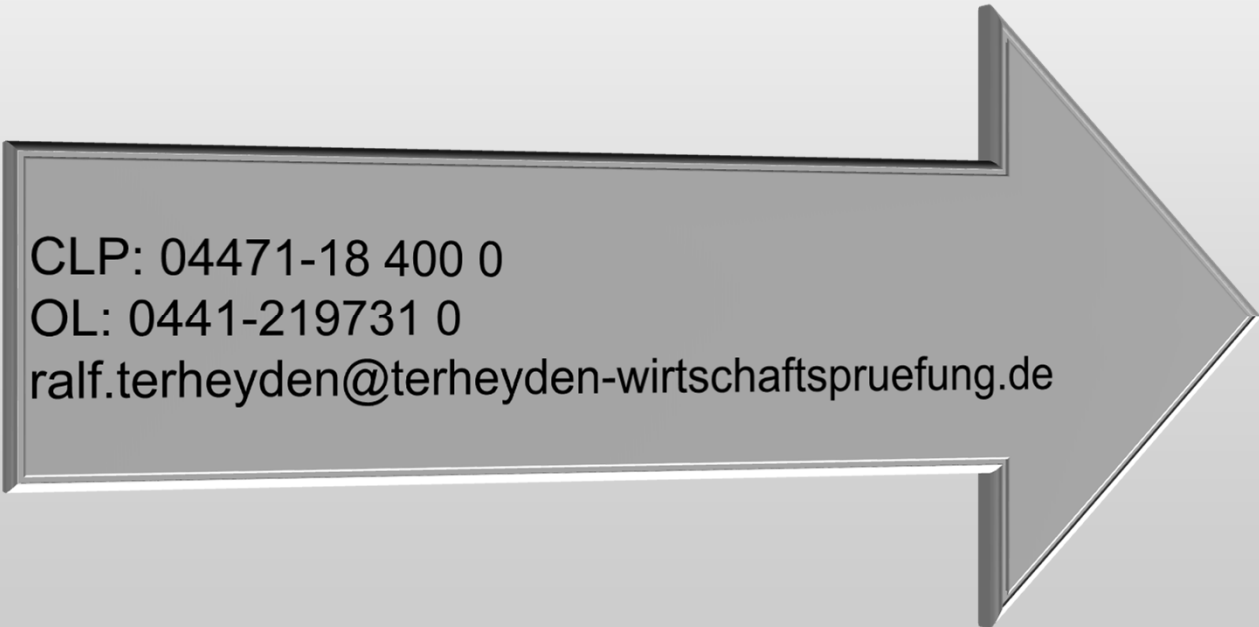
Herr Döpfer

Team



Bachelor of Arts, Bilanzbuchhalter,
Steuerfachgehilfen, Auszubildende,
Sekretariat

Wir freuen uns auf Sie!

A large, grey, 3D-style arrow pointing to the right, containing contact information.

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