



Unternehmensbewertung

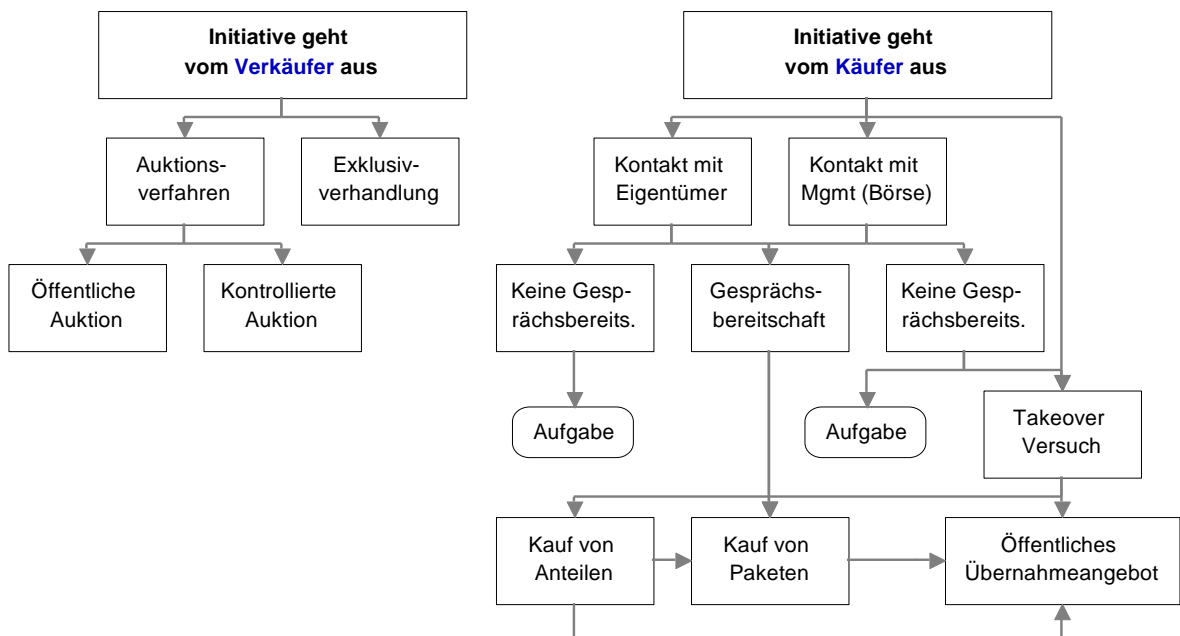
Inhaltsverzeichnis

1	Ausgangslage	2
1.1	Transaktionsvarianten	2
2	Unternehmensbewertung - Sichtweise	3
2.1	Graubereiche bei Bewertungen	3
2.2	Die unsichtbaren Wertvernichter	4
3	Unternehmensanalyse	5
3.1	Due Diligence	6
3.2	Harte Faktoren	6
3.3	Weiche Faktoren	6
4	Methoden Unternehmensbewertung	7
4.1	Bewertung nach der DCF Methode	7
4.2	Bewertung nach der Ertragswert Methode	8
4.3	Bewertung nach der Substanz	10
4.4	Praktikermethode (Schweizer Modell)	10
4.5	Multiples	11
4.6	Liquidationswert	12
4.7	Faustformeln zur Unternehmensbewertung	13

1 Ausgangslage

Unternehmensbewertungen sind in verschiedenen Fasen eines Unternehmens notwendig. Meist handelt es sich dabei um entscheidende Situationen, in denen es sich grossen Chancen, aber auch grossen Risiken gegenüber sieht.

1.1 Transaktionsvarianten



Bei der Bewertung von Firmen oder Firmenteilen überlassen die Käufer wie auch die Verkäufer nichts dem Zufall. Als verwendete Methode nennen die Firmenvertreter (Quelle: KPMG-Studie) von Unternehmen mit M&A-Erfahrung folgende:

DCF/Ertragswertmethode:	69%
Praktikermethode:	39%
Multiples:	28%
Comparable Transactions:	20%
Economic Value Added: (EVA®):	19%

Weitere Methoden gelangen nur in seltenen Fällen zum Einsatz. Mehr als die Hälfte der Unternehmen wendet mehrere Methoden an. Am häufigsten ist eine Kombination aus Discounted Cash Flow- und Praktikermethode. Letztere dient vornehmlich der Plausibilisierung des Ergebnisses. Demgegenüber fallen Substanzwertberechnungen praktisch ganz aus den Rängen.

2 Unternehmensbewertung - Sichtweise

Autor Kapitel 2: Paul Stämpfli, www.nachfolgepool.ch

2.1 Graubereiche bei Bewertungen

Bewertungen entsprechen oft mehr dem Wunsch nach einem hohen Verkaufspreis als der Realität. Verschiedenste Missverständnisse schleichen sich darin ein, welche wir hier kurz thematisieren. Wenn Sie Fragen dazu haben, rufen Sie uns an. Wir freuen uns auf Ihren Kontakt.

Über Bewertungsmethoden wird viel publiziert. Wie die Inhalte dafür aber festzulegen sind, ist dem freien Markt überlassen. Es ist nicht verboten, die Preislatte sehr hoch anzusetzen. Es könnte ja sein, dass sich der Weltmeister im Hochsprung für das betreffende Unternehmen interessiert. Wenn nicht, muss man einen Athleten finden, der eher in der Regionalliga seinen Meister stellt.

Mit folgenden Punkten sind wir oft konfrontiert, wenn uns Bewertungsgutachten vorgelegt werden.

- Erhöhung der Finanzergebnisse durch Glättung der Kosten und die Vorwegnahme möglicher Ertragserhöhungen.
- Verharmlosung von Risiken (Beispiel: der Umsatzanteil eines Kunden von 30% ohne vertragliche Bindung soll kein Risiko sein!).
- Das Unternehmen habe hohe Potenziale, welche der Nachfolger problemlos erschliessen könne (Frage: weshalb hat der bisherige Inhaber das nicht selber schon gemacht?).
- Berechnung der stillen Reserven auf Immobilien mit zu tiefen Zinssätzen (für Gewerbeimmobilien sollte mit 7.5 – 8.0% gerechnet werden. Unter 6% ist deutlich zu tief).
- Rechnerische Aufwertung der Immobilien, ohne gleichzeitig der Erfolgsrechnung die kalkulatorischen Mietkosten auf dieser Basis zu belasten.
- Gewinnkapitalisierung mit Zinssätzen unter 10%. Solche Ansätze sind im Markt meist schwer zu realisieren. 12 – 18% sind je nach Branche und Risikoprofil realistisch.

2.2 Die unsichtbaren Wertvernichter

Die Verschwendung von Ressourcen verläuft oft unbemerkt entlang der Prozesse. Zu hohe Lagerbestände verschwenden Geld für Lagerflächen und Zinsen. Die mangelhafte Ausbildung von Mitarbeitenden verursacht Qualitätsprobleme und verschwendet Material- und Personalkosten. Wartezeiten und interne Transportwege von Produkten verlängern die Lieferzeiten und verschwenden Liquidität, welche das Unternehmen über Kredite zu finanzieren hat. Eine bürokratische Unternehmenskultur mit „Kästchendenken“ verschwendet Geld durch Doppelspurigkeiten, die Verzögerung oder den Verlust von Aufträgen. Der unachtsame Umgang mit Energie verschwendet ökologische Ressourcen mit Auswirkungen auf die Erfolgsrechnung, aber auch Umwelt und Klima. Der Beispiele wären noch viele.

Die Verschwendung drückt auf die Ertragslage und somit auf den realisierbaren Verkaufspreis. Die meisten Unternehmen müssen nicht in erster Linie mehr Umsatz machen, um höhere Gewinne zu erzielen. Sie sollten eher ihre Prozesse so strukturieren, damit diese mit dem Umsatz in Einklang stehen.

Für den Nachfolger bietet sich die Chance, die Ertragsituation durch effizienteres Arbeiten schnell und nachhaltig zu verbessern. Der Gewinn daraus gehört ihm und wird nur in Ausnahmefällen dem Verkäufer honoriert.

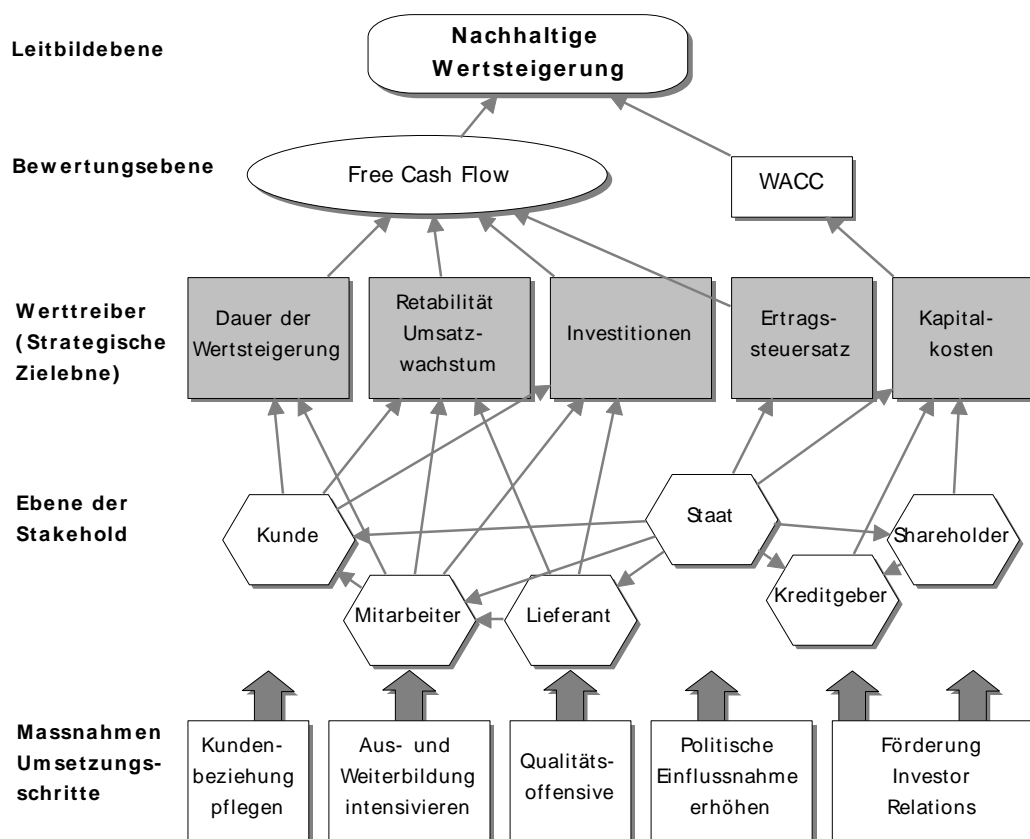
3 Unternehmensanalyse

Eine Analyse wird bei der Unternehmensbewertung beigezogen, damit Käufer wie auch Verkäufer einen fundierten Überblick über das Unternehmen bekommen.

Die Unternehmensanalyse dient für:

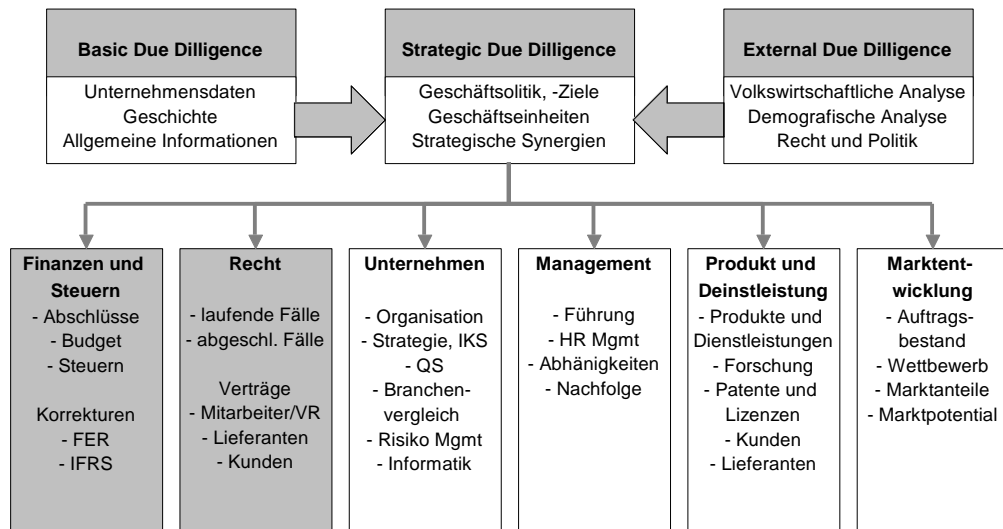
- Wertsteigernde Massnahmen vor dem Unternehmensverkauf
- Risikoabschätzung und daraus resultierende Zu-/Abschläge bei der Unternehmensbewertung
- Argumentationskriterien für Verkäufer/Käufer

In der Unternehmensanalyse, auch Due Dilligence genannt, werden sowohl die harten Faktoren wie auch die weichen Faktoren bewertet.



Quelle veb.ch

3.1 Due Dilligence



3.2 Harte Faktoren

Die quantitativen Faktoren sind die Basis für die Unternehmensbewertung und beziehen sich auf der revidierten Jahresrechnung. Falls man eine Bewertung in die Zukunft erstellen möchte, werden die Budgetzahlen beigezogen.

Die Kennzahlen werden nach betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten und mit dem Branchenmittel gewichtet.

Zudem werden die Synergiepotentiale in die Bewertung einbezogen, indem man die Werteketten darstellt und die einzelnen Positionen quantifiziert.

3.3 Weiche Faktoren

Die weichen Faktoren bewerten eine Firma wie sie organisiert ist und wie ihre Produkte im Markt positioniert sind.

Das Resultat der weichen Faktoren ergibt einen Korrekturwert in Prozenten, basierend auf dem Rating der harten Faktoren.

4 Methoden Unternehmensbewertung

4.1 Bewertung nach der DCF Methode

In der DCF Methode ist ein Unternehmenswert so viel wert, wie es in Zukunft an Cash generieren kann – das in Form von Free Cash Flow, der für das eigenfinanzierte Wachstum oder für die Ausschüttung an die Eigentümer benutzt werden kann.

Als erster Schritt wird auch hier eine Unternehmensanalyse erstellt, welche Chancen und Risiken detailliert aufzeigen.

Basierend darauf werden folgende Werte festgehalten:

r = Abzinsungssatz "WACC"

CF = Free Cash Flow

RV = Residualwert für die Berechnung „Residual Value“

n = Lebensdauer des Unternehmens

Berechnung Gesamtkapitalkostensatz "WACC"			
Verzinsliches Fremdkapital	750		
Eigenkapital	500		
		Faktor	Gewichtet
Kapitalmarktzins nach Steuern	4.00%	60.00%	2.40%
Eigenkapitalkostensatz	12.50%	40.00%	5.00%
Gesamtkapitalkostensatz "WACC"			7.40%

Berechnung Unternehmenswert		Abzinsung gemäss WACC	Barwert
Free Cash Flow Jahr 1	140	0.9311	130
Free Cash Flow Jahr 2	160	0.8669	139
Free Cash Flow Jahr 3	80	0.8072	65
Free Cash Flow Jahr 4	60	0.7516	45
Free Cash Flow Jahr 5	160	0.6998	112
Residualwert	1'622	0.6998	1'135
Unternehmenswert Brutto			1'626
- Verzinsliches Fremdkapitals			-750

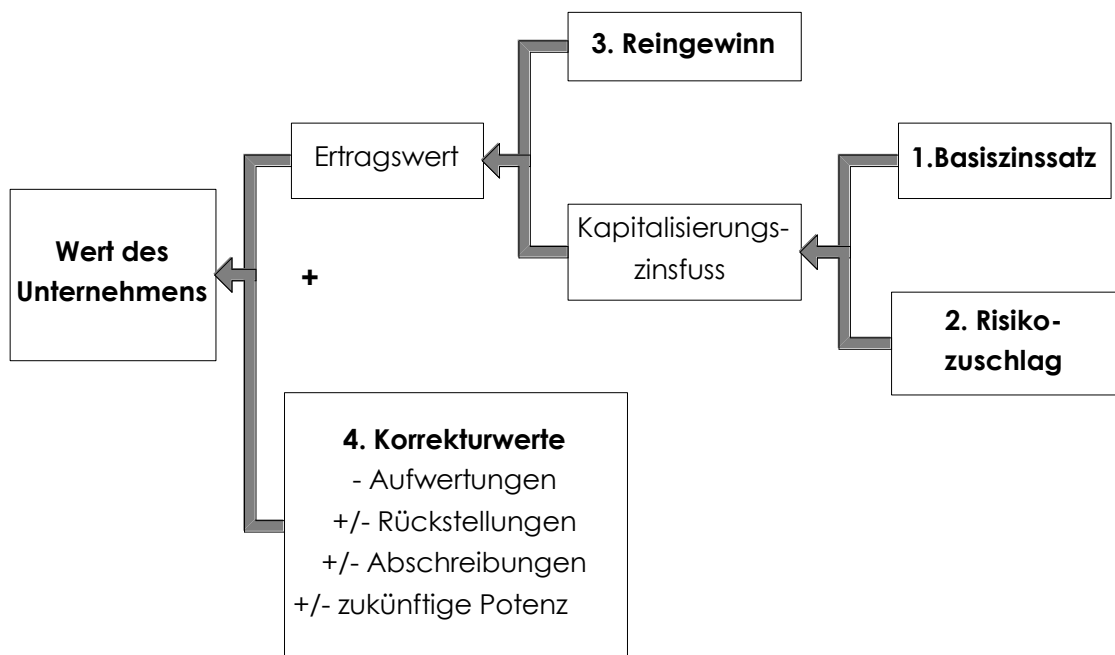
DCF / Unternehmensbewertung	876
------------------------------------	------------

4.2 Bewertung nach der Ertragswert Methode

Die Bewertung der Unternehmen erfolgt meist auf der Basis des zukünftig erwarteten Cash Flow, dem zu erwartenden Kapitalfluss. Im Preis zusätzlich berücksichtigt werden Korrekturen bei den Abschreibungen oder Rückstellungen, Wie auch zukünftige Potentiale (Produkte / Synergien/etc.) oder Kosten (Steuern / Integrationskosten / etc.).

Als Basis der Unternehmensbewertung stehen:

1. Basiszinssatz
2. Risikozuschlag gemäss Due Diligence oder Basel 2 Rating
3. Unternehmensgewinn (Vergangenheit oder Zukunft)
4. Korrekturwerte



4.2.1 Bewertung Ertragswert

Als Basis dient die revidierte Jahresrechnung. Zusätzlich werden Korrekturen gemäss den Richtlinien von anerkannten Standards wie Swiss GAAP FER oder IFRS berücksichtigt.

Zu den Korrekturen können weitere Risikoabschläge gemäss dem Rating und der Grösse der Firma erfolgen. Bei KMU liegt der realistische Kapitalisierungszinssatz meist zwischen 12% und 17%. Damit wird sichergestellt, dass der Nachfolger seine Investition in 5 und 7 Jahren amortisiert hat.

Ertragswert Berechnungsmodell			
	2015	2016	2017
Gewichtung	20%	30%	50%
Reingewinn	68'750	85'450	77'800
Korrekturwerte			
- Aufwertungen	-20'000		
+/- Abschreibungen	10'000	15'000	15'000
+/- langfristige Rückstellungen		-8'000	
+/- Zukünftige Potenziale			15'000
Gewinne nach Korrektur	58'750	92'450	107'800
		Gewichteter Gewinn	93'385
Basiszinssatz (Kapitalisierung)		13.50%	691'741
Risiko-/-abschlag z.B. Rating=BBB		95.00%	-34'587
Ertragswert nach Ratingkorrektur			657'154

4.3 Bewertung nach der Substanz

Das Substanzwertverfahren ermittelt die Kosten, wenn man den Betrieb neu aufbauen müsste. Früher wurde meist dieser Wert bei der Unternehmensbewertung beigezogen.

Umlaufvermögen	Aktiven	Passiven
Debitoren	458'000	
Warenlager	55'000	
Anlagevermögen		
Zeitwert der Anlagen	1'580'000	
Zeitwert der Patente und Lizenzen	550'000	
Fremdkapital		
Kurzfristiges Fremdkapital		248'000
Langfristiges Fremdkapital		1'400'000
Total	2'643'000	1'648'000
Substanzwert		995'000

4.4 Praktikermethode (Schweizer Modell)

In der Praktikermethode versucht man aus den unterschiedlichen Ergebnissen aus Ertrags- und Substanzwertverfahren einen Mittelwert zu bilden, indem man die Werte gewichtet und addiert.

Schweizer Modell				
Ertragswert			Gewicht	Wert
2 x Ertragswert	947'500		66.6%	631'035
Substanzwert				
1 x Substanzwert	995'000		33.3%	331'335
Wert nach der Praktikermethode				962'370

4.5 Multiples

Bei den Multiples handelt es sich um eine vereinfachte und doch wirkungsvolle Unternehmensbewertung für KMU. Dabei wird ein vielfaches das Umsatz, EBIT oder EBITDA genommen, um den Wert des Unternehmens zu bestimmen.

Der Multiplikator variiert pro Branche

Branche	Umsatzmultiplikator	EBITDA-Multiplikator
Grosshandel	0.4 - 0.8	3 - 6
Detailhandel	0.2 - 0.5	2 - 5
Medizinaltechnik	0.6 - 1.2	5 - 8
Maschinen- und Anlagenbau	0.2 - 0.6	3 - 7
Handwerk/Bau	0.1 - 0.4	2 - 4
Dienstleistung	0.3 - 1.0	3 - 7

Quelle: Multiplikatoren Tabelle des SECO

Ø der letzten 3 Jahre		Umsatz 500'000	EBITDA 75'000	EBIT 50'000
Faktor				
0.75	Multiple Wert	375'000		
1	Multiple Wert	500'000		
1.25	Multiple Wert	625'000		
4	Multiple Wert		300'000	
5	Multiple Wert		375'000	250'000
6	Multiple Wert		450'000	300'000
7	Multiple Wert		525'000	350'000

4.6 Liquidationswert

Beim Liquidationswert wird davon ausgegangen, dass das Unternehmen aufgegeben wird.

Jetzt wird geschätzt, welche Verkaufserlöse die Aktiven erzielen könnten, wenn sie einzeln verkauft werden. Die Summe dieser geschätzten Verkaufserlöse werden mit dem Fremdkapital verrechnet und das Ergebnis bildet den Liquidationswert.

Umlaufvermögen	Aktiven	Passiven
Debitoren	458'000	
Warenlager	55'000	
Anlagevermögen		
Liquidationswert der Anlagen	600'000	
Liquidationstwert Patente/Lizenzen	750'000	
Fremdkapital		
Kurzfristiges Fremdkapital		248'000
Langfristiges Fremdkapital		1'400'000
Total	1'863'000	1'648'000
Liquidationswert		215'000

Wird ein Betrieb nicht weitergeführt, sind bei der Bewertung der Aktiva in der Regel wesentliche Abschläge und bei der Bewertung der Passiva Zuschläge vorzunehmen. Der Liquidationswert ist fast immer die absolute Untergrenze der Unternehmensbewertung.

4.7 Faustformeln zur Unternehmensbewertung

Branche	Angewandtes Verfahren
Pay TV (USA)	Zahl der Anschlüsse * 2'000 US\$
Bierlieferungsrechte (Deutschland)	Hektoliterabsatz während der Restlaufzeit * 30 DM/hl
Motels (USA)	14'000 bis 17'000 US-\$ pro Raum
Tankstellen (USA)	1'000 US-\$ für 10'000 Gallonen verkauften Benzin pro Monat (im Durchschnitt)
Kindergärten (USA)	600 bis 900 US-\$ pro betreutem Kind
Krankenhäuser (Australien)	80'000 A\$ pro Bett
Bewachungsdienst (Deutschland)	Umsätze der letzten 9 Monate
Versicherungen (Deutschland)	Prämieinnahmen des letzten Jahres
Softwareunternehmen (Deutschland)	Summe der Jahresgehälter der Mitarbeiter
Wirtschaftsprüfer- und Steuerberaterpraxen (Deutschland)	100 – 150% des Jahresumsatzes
Arztpraxen (Deutschland)	Ein Drittel des durchschnittlichen Umsatzes der letzten drei Jahre, abzüglich eines Jahresgehaltes eines vergleichbaren angestellten Arztes
Restaurant (USA)	Wiederbeschaffungskosten der Einrichtung und der Lebensmittel zuzüglich einem Halbjahresgewinn
Franchise Geschäft mit Gebietschutz (USA)	Kosten des Inventars zuzüglich einem Jahresgewinn
Mineralölhandel (Deutschland)	15 – 30 EURO je abgesetztem m ³ oder ein Jahresrohertrag

Quelle: Behringer; Unternehmensbewertung der KMU

Für weitere Informationen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

+41 52 740 11 11 oder info@kmuratgeber.ch