

bdp

Bormann · Demant & Partner

Rechtsanwälte · Steuerberater
Wirtschaftsprüfer

———— Sozietät ————

bdp Venturis

Management Consultants

Restrukturierung · Finanzierung
M&A · Interimsmanagement

———— GmbH ————

Cheese & Wine Fachforum

Unternehmensbewertung

Hamburg, 31. Oktober 2011

Berlin, 02. November 2011

bdp
Bormann, Demant & Partner
bdp Venturis
Management Consultants
GmbH

Berlin
Danziger Str. 64
10435 Berlin
Tel.: 030 / 44 33 61-0
Fax: 030 / 44 33 61-54

Hamburg
Steinhöft 5-7
20459 Hamburg
Tel.: 040 / 30 99 36-0
Fax: 040 / 30 99 36-60

Dresden
Hubertusstraße 37
01129 Dresden
Tel.: 0351 / 811 53 95-0
Fax: 0351 / 811 53 95-95

Rostock
Kunkeldanweg 12
18055 Rostock
Tel.: 0381 / 686 68 64
Fax: 0381 / 686 68 65

Potsdam
Puschkinallee 3
14469 Potsdam
Tel.: 0331 / 601 28 481
Fax: 0331 / 601 28 482

1. Vorbemerkungen – Zentrale Fragestellungen

- Wofür benötige ich eine Unternehmensbewertung?
 - Kauf und Verkauf von Anteilen
 - Schenkungen und Erbschaften
 - Kapitalerhöhungen
 - Verschmelzungen, Auf- oder Abspaltung
 - Änderungen der Gesellschafterstruktur / Abfindungen
 - Anteilsbewertung und –überprüfung, Going Public
 - Enteignung / Entschädigung

- Es gibt zwei zentrale Fragen, die hier beantwortet werden sollen:
 - Was ist mein Unternehmen wert?
 - Wie kann ich den Wert beeinflussen?

2. Methodische Grundlagen

- Mittelzuflüsse in der Zukunft (Ifd. Erträge und späterer Verkauf bzw. Liquidation)
- Barwert und Kapitalisierungszins
- Bewertungsstichtag
- betriebsnotwendiges und nicht betriebsnotwendiges Vermögen
- Szenarien
 - Fortführung
 - Liquidation

- Grundsätzliche Einteilung
 - Gesamtbewertungsverfahren
 - Ertragswertverfahren nach IDW S1
 - DCF-Methoden
 - Vergleichsverfahren (Multiplikatoren/Praktikeransätze)
 - Einzelbewertungsverfahren
 - Substanzwert mit Reproduktionswerten
 - Substanzwert mit Liquidationswerten
 - Mischverfahren
 - Mittelwertverfahren
 - Übergewinnverfahren

Aus Zeitgründen hier nur kurze Darstellungen der wesentlichen Bewertungsverfahren.

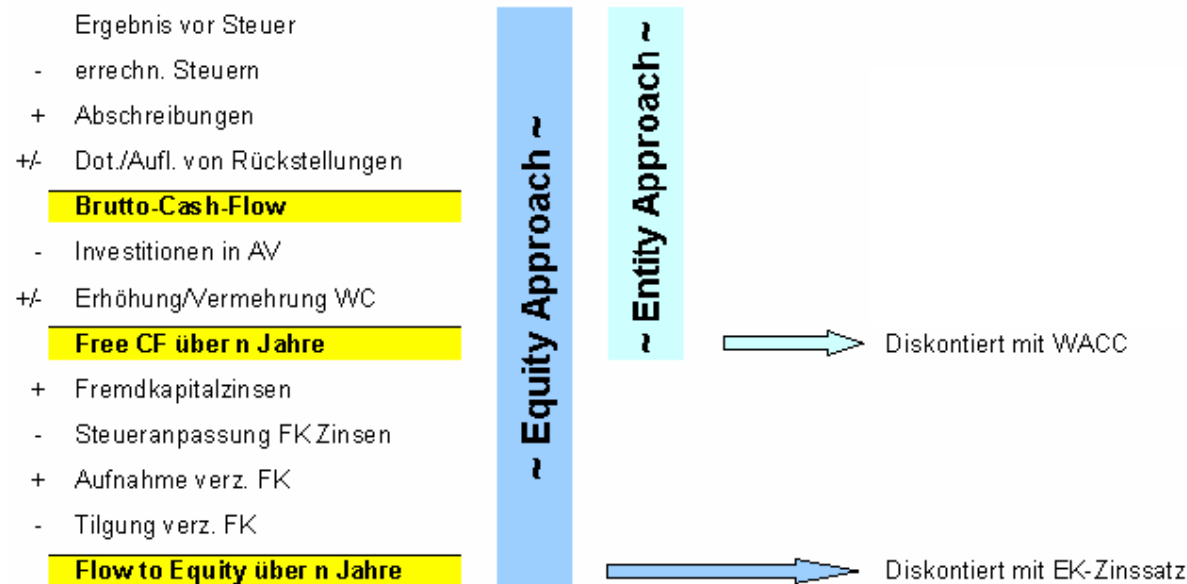
3.1 Gesamtbewertungsverfahren

Ertragswertverfahren nach IDW S1

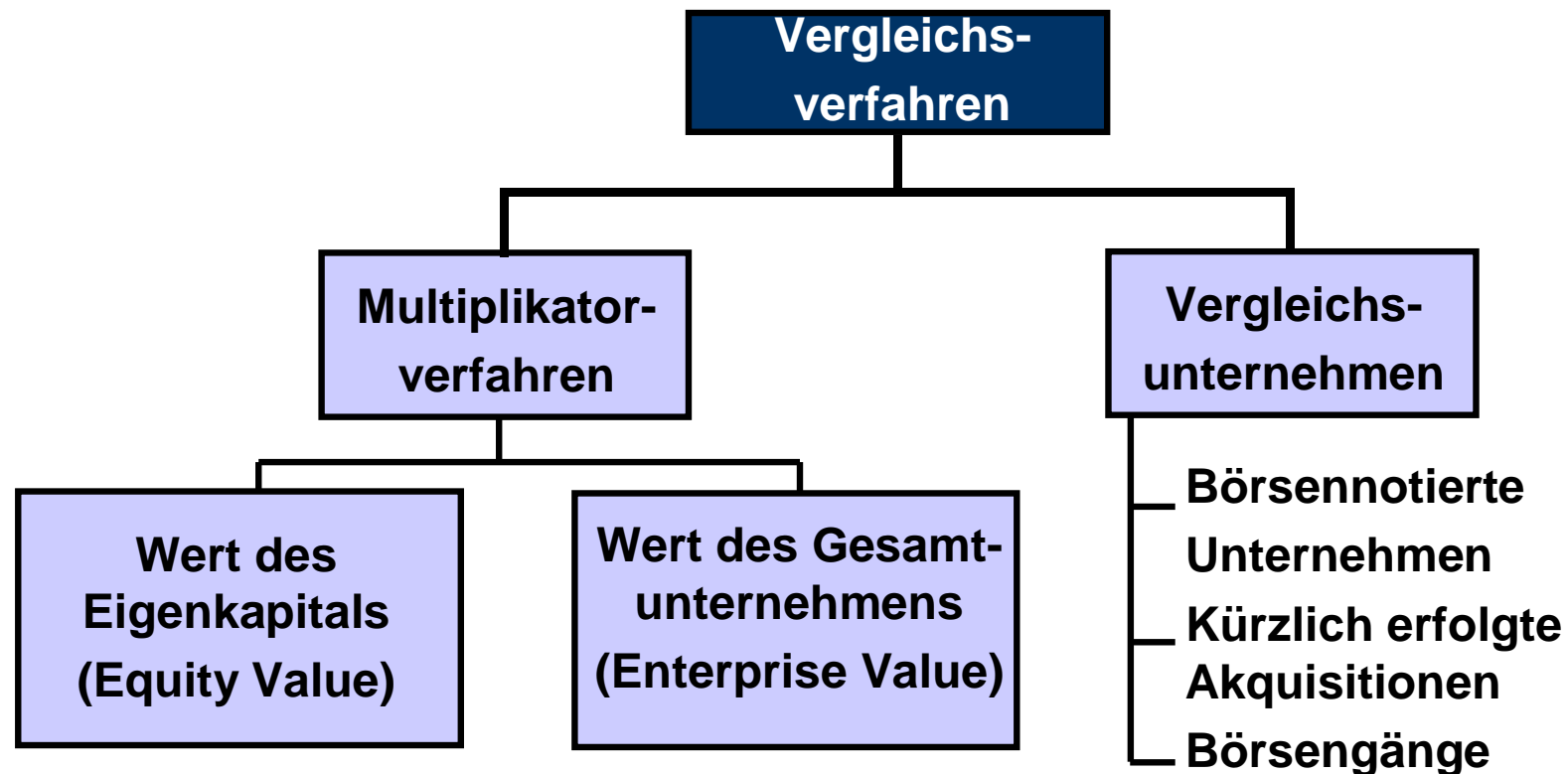
- Ertragswertverfahren ermittelt den Unternehmenswert durch Diskontierung der künftig fließenden finanziellen Überschüsse → werden aus geplanten Jahresergebnissen abgeleitet
- Zugrunde liegende Planungsrechnung kann nach handelsrechtlichen oder anderen Vorschriften, wie IFRS, US GAAP, aufgestellt werden
- Ablauf:
 - Ermittlung der Ertragsüberschüsse aus dem betriebsnotwendigen Vermögen
 - Bereinigung der Vergangenheitsverfolgung
 - Planung der Aufwendungen und Erträge
 - Finanzplanung und Zinsprognose
 - Ermittlung der Überschüsse aus nicht betriebsnotwendigen Vermögen
 - Ermittlung der Kapitalzinssatzes
 - Kapitalisierungszinssatz bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte
 - Kapitalisierungszinssatz bei der Ermittlung subjektiver Entscheidungswerte

3.2 Gesamtbewertungsverfahren DCF-Methoden

- Bestimmen Unternehmenswert durch Diskontierung von Cashflows
- Cashflows stellen erwartete Zahlungen an Kapitalgeber dar
 - WACC: Konzept der gewogenen Kapitalkosten („weighted average cost of capital“)
 - APV: Konzept des angepassten Barwerts („adjusted present value“)
 - Equity: direkte Ermittlung des Wertes des EK



- Der Grundgedanke: Den Unternehmenswert aus vergleichbaren Transaktionen oder von vergleichbaren Unternehmen ableiten.



- Beispiele: Equity Value: Börse KGV
Enterprise Value: EBIT-, EBITDA-, Umsatz-Multiples

3.3 Vergleichsverfahren – rechtl. Rahmen im Steuerrecht

- Das geltende Bewertungsgesetz (BewG) sieht für erbschaftsteuerliche Zwecke vor, dass grundsätzlich alle Unternehmensanteile mit tatsächlichen Verkehrswerten anzusetzen sind.

§ 11 Wertpapiere und Anteile (BewG)

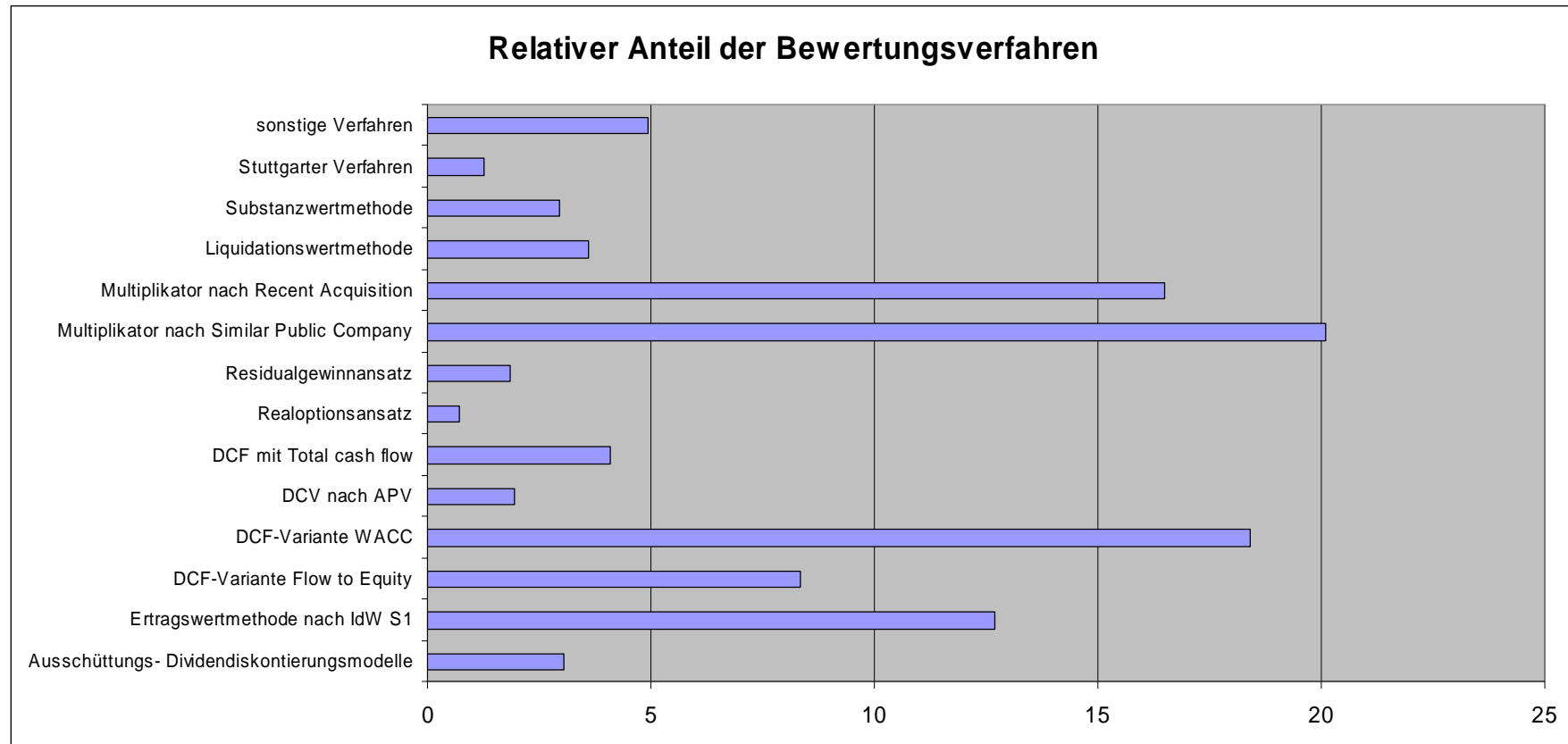
(1) Wertpapiere und Schuldbuchforderungen, die am Stichtag an einer deutschen Börse zum Handel im regulierten Markt zugelassen sind, werden mit dem niedrigsten am Stichtag für sie im **regulierten Markt notierten Kurs** angesetzt. Liegt am Stichtag eine Notierung nicht vor, so ist der letzte innerhalb von 30 Tagen vor dem Stichtag im regulierten Markt notierte Kurs maßgebend. Entsprechend sind die Wertpapiere zu bewerten, die in den Freiverkehr einbezogen sind.

(2) Anteile an Kapitalgesellschaften, die nicht unter Absatz 1 fallen, sind mit dem gemeinen Wert anzusetzen. Lässt sich der gemeine Wert nicht **aus Verkäufen unter fremden Dritten ableiten**, die **weniger als ein Jahr zurückliegen**, so ist er unter **Berücksichtigung der Ertragsaussichten** der Kapitalgesellschaft oder einer anderen anerkannten, auch im gewöhnlichen Geschäftsverkehr für nichtsteuerliche Zwecke **üblichen Methode** zu ermitteln; dabei ist die Methode anzuwenden, die ein Erwerber der Bemessung des Kaufpreises zu Grunde legen würde

- In den meisten Fällen dürfte weder ein Kurswert nach §11 Abs. 1 vorliegen noch existieren zeitnahe Anteilsverkäufe gemäß §11 Abs. 2 Satz 2.
- Neben einer Bewertung „unter Berücksichtigung der Ertragsaussichten“ ist es jedoch auch zulässig, eine „andere“ Methode zu verwenden, wenn diese „üblich“ ist.

3.3 Vergleichsverfahren – rechtl. Rahmen im Steuerrecht (2)

- Frage: Welche Methode ist „üblich“?
Lösung: Empirische Erhebung der tatsächlichen Bewertungspraxis



Quelle: Bewertungspraktiker 2/2009

3.3. Multiplikatorverfahren

- EBIT- und Umsatzmultiplikatoren (Oktober 2011)

| Branche | Börsen-Multiples | | Experten-Multiples Small-Cap* | | | | Experten-Multiples Mid-Cap* | | | |
|--|------------------|-----------------|-------------------------------|-----|---------------------|------|-----------------------------|-----|---------------------|------|
| | EBIT-Multiple | Umsatz-Multiple | EBIT-Multiple von | bis | Umsatz-Multiple von | bis | EBIT-Multiple von | bis | Umsatz-Multiple von | bis |
| Beratende Dienstleistungen | - | - | 5,6 | 7,4 | 0,57 | 0,96 | 6,3 | 8,4 | 0,63 | 1,13 |
| Software | 10,8 ↓ | 1,72 ↓ | 6,0 | 8,0 | 0,67 | 1,04 | 6,7 | 8,3 | 0,72 | 1,18 |
| Telekommunikation | 14,4 ↑ | 1,22 ↑ | 5,4 | 7,6 | 0,59 | 0,99 | 5,8 | 7,9 | 0,69 | 1,13 |
| Medien | 8,5 ↓ | 1,30 ↓ | 5,8 | 7,7 | 0,60 | 1,11 | 6,4 | 8,1 | 0,74 | 1,36 |
| Handel und E-Commerce | 11,5 ↑ | 1,26 ↑ | 5,1 | 7,5 | 0,50 | 0,94 | 5,8 | 8,3 | 0,54 | 1,04 |
| Transport, Logistik und Touristik | 9,6 ↓ | 1,56 ↓ | 5,0 | 7,0 | 0,50 | 0,93 | 5,6 | 7,7 | 0,59 | 1,06 |
| Elektrotechnik und Elektronik | 11,5 ↑ | 1,37 ↑ | 5,0 | 6,9 | 0,50 | 0,92 | 5,5 | 7,5 | 0,62 | 1,00 |
| Fahrzeugbau und -zubehör | 8,4 ↓ | 0,63 | 4,9 | 6,7 | 0,40 | 0,71 | 5,5 | 7,2 | 0,44 | 0,81 |
| Maschinen- und Anlagenbau | 11,2 ↑ | 0,90 ↑ | 5,4 | 7,0 | 0,48 | 0,77 | 5,4 | 7,5 | 0,50 | 0,87 |
| Chemie und Kosmetik | 11,1 ↑ | 1,14 ↑ | 5,7 | 7,8 | 0,52 | 0,85 | 6,3 | 8,5 | 0,61 | 0,99 |
| Pharma | 8,9 ↓ | 1,11 ↓ | 5,9 | 8,4 | 0,67 | 1,21 | 6,6 | 9,2 | 0,72 | 1,70 |
| Textil und Bekleidung | 11,4 ↓ | 1,13 ↑ | 4,5 | 6,1 | 0,42 | 0,64 | 5,2 | 6,9 | 0,50 | 0,76 |
| Nahrungs- und Genussmittel | 9,7 ↓ | 0,78 ↓ | 5,2 | 7,2 | 0,46 | 0,87 | 5,9 | 7,9 | 0,53 | 0,98 |
| Gas, Strom, Wasser | 5,8 ↑ | 0,61 ↑ | 5,5 | 8,0 | 0,55 | 0,90 | 6,1 | 8,4 | 0,66 | 1,11 |
| Umwelttechnologie und Erneuerbare Energien | - | - | 5,5 | 7,8 | 0,57 | 1,04 | 6,3 | 8,8 | 0,69 | 1,23 |
| Bau und Handwerk | 9,0 ↓ | 0,63 ↓ | 3,8 | 5,2 | 0,35 | 0,57 | 4,4 | 5,7 | 0,42 | 0,66 |

* 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 vorheriger

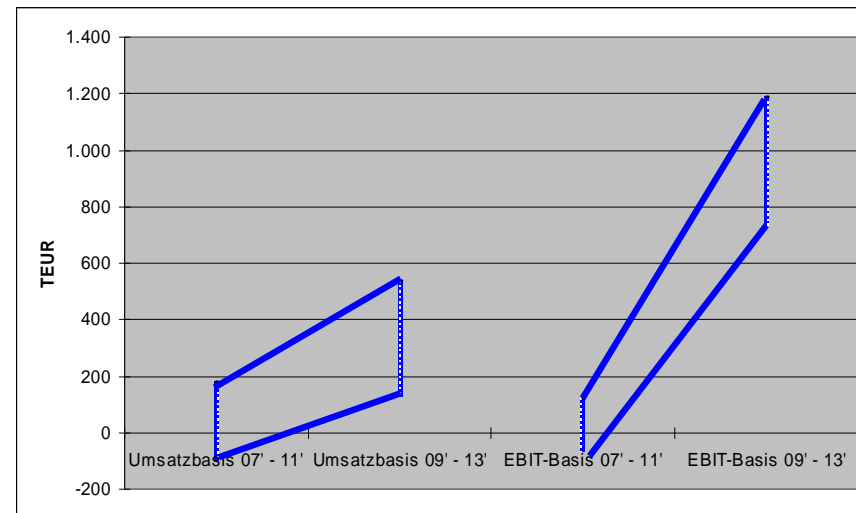
Quelle: <http://www.finance-research.de/multiples/>

- Die Multiplikatormethode wird oft für die erste Preiseinschätzung und als Plausibilitätskontrolle für eine DCF- oder Ertragswertmethode herangezogen.

3.3 Beispiel Multiplikatorverfahren

| Software-Unternehmen | IST 2007 | | IST 2008 | | IST 2009 | | IST 2010 | | Forecast 2011 | | Plan 2012 | | Plan 2013 | |
|--------------------------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|---------------|-------------|----------------|-------------|----------------|-------------|
| | TEUR | % | TEUR | % | TEUR | % | TEUR | % | TEUR | % | TEUR | % | TEUR | % |
| Umsatzleistung | 971,5 | 98% | 415,8 | 87% | 677,9 | 92% | 749,8 | 99% | 935,0 | 99% | 980,0 | 98% | 1.030,0 | 98% |
| Gesamtleistung | 990,9 | 100% | 477,6 | 100% | 737,2 | 100% | 759,7 | 100% | 947,0 | 100% | 1.000,0 | 100% | 1.050,0 | 100% |
| Wareneinsatz | 0,0 | 0% | 0,0 | 0% | 0,0 | 0% | 0,0 | 0% | 0,0 | 0% | 0,0 | 0% | 0,0 | 0% |
| Rohertrag | 990,9 | 100% | 477,6 | 100% | 737,2 | 100% | 759,7 | 100% | 947,0 | 100% | 1.000,0 | 100% | 1.050,0 | 100% |
| Personalaufwand | 626,4 | 63% | 180,7 | 38% | 324,8 | 44% | 331,1 | 44% | 380,0 | 40% | 400,0 | 40% | 440,0 | 42% |
| So. betriebl. Aufw. | 244,6 | 25% | 338,8 | 71% | 351,0 | 48% | 289,3 | 38% | 330,0 | 35% | 350,0 | 35% | 370,0 | 35% |
| EBITDA | 119,9 | 12% | -41,8 | -9% | 61,4 | 8% | 139,2 | 18% | 237,0 | 25% | 250,0 | 25% | 240,0 | 23% |
| Abschreibung | 27,1 | 3% | 15,3 | 3% | 12,4 | 2% | 6,2 | 1% | 5,0 | 1% | 5,0 | 1% | 5,0 | 0% |
| Betriebsergebnis (EBIT) | 92,7 | 9% | -57,1 | -12% | 49,0 | 7% | 133,0 | 18% | 232,0 | 24% | 245,0 | 25% | 235,0 | 22% |
| Sonstige(r) E/A | 135,7 | 14% | 11,2 | 2% | 1,5 | 0% | -70,0 | -9% | -170,0 | -18% | -50,0 | -5% | 0,0 | 0% |
| Zinsen | 0,0 | 0% | 0,2 | 0% | 1,5 | 0% | 6,0 | 1% | 0,0 | 0% | 0,0 | 0% | 0,0 | 0% |
| EBT | 228,5 | 23% | -46,2 | -10% | 49,0 | 7% | 57,0 | 8% | 62,0 | 7% | 195,0 | 20% | 235,0 | 22% |
| Steuern | 84,4 | 9% | -11,9 | -2% | 0,3 | 0% | 0,0 | 0% | 25,0 | 3% | 53,0 | 5% | 63,0 | 6% |
| Ergebnis | 144,1 | 15% | -34,3 | -7% | 48,7 | 7% | 57,0 | 8% | 37,0 | 4% | 142,0 | 14% | 172,0 | 16% |

| Zeitraum | 2007-2011 | | | 2009-2013 | | |
|-------------------------------------|------------|------------|------------|--------------|---|------|
| Mittelwert Umsatz T€ | 750 | | | 1.093 | | |
| Mittelwert EBIT T€ | 90 | | | 224 | | |
| Multiples "Software" | | | | | | |
| Umsatz | 0,67 | - | 1,04 | 0,67 | - | 1,04 |
| EBIT | 6 | - | 8 | 6 | - | 8 |
| Enterprise-Value | | | | | | |
| Umsatzbasis T€ | 503 | 780 | 732 | 1.137 | | |
| EBIT-Basis T€ | 540 | 719 | 1.341 | 1.788 | | |
| ./. Nettofinanzschulden | 600 | 600 | 600 | 600 | | |
| Eigenkapitalwert vonbis | | | | | | |
| auf Umsatzbasis T€ | -97 | 180 | 132 | 537 | | |
| auf EBIT-Basis T€ | -60 | 119 | 741 | 1.188 | | |



Persönlich / Vertraulich

Herrn Markus Mustermann
Müllerstraße 1
12345 Musterhausen

Berlin, Oktober 2011

Grobe Einschätzung eines Unternehmenswertes für die Müller-Unternehmensgruppe

Sehr geehrter Herr Mustermann, wir möchten Ihnen unsere Gedanken zur Ermittlung eines Unternehmenswertes für die Müller-Unternehmensgruppe mitteilen:

1. Ertragswert

Grundsätzlich wird mittlerweile - jenseits aller wissenschaftlichen Unternehmensbewertungsmethoden – in der Praxis die so genannte Multiplikator-Methode angewendet.

Hierbei wird auf den EBITDA ein Multiplikator angewendet, der zum Beispiel monatlich in der Fachpresse (Finance) aktualisiert wird. Von diesem Ergebnis werden (da es sich um eine Multiplikation vor Abzug von Zinsen und Abschreibungen handelt) die zinstragenden Verbindlichkeiten (Bankschulden) abgezogen.

Das hierbei sich ergebende Ergebnis kann ggf. plausibilisiert oder ergänzt werden durch einen Substanzwert.

2. Substanzwert

Der Substanzwert eines Unternehmens ergibt sich grundsätzlich zunächst als die Eigenkapitalposition des Unternehmens. Die Eigenkapitalposition basiert jedoch auf Buchwerten. Sofern die tatsächlichen Zeitwerte einzelner Vermögensgegenständen über den Buchwerten liegen, würde diese Differenz der Eigenkapitalposition hinzugerechnet werden. Liegen hingegen notwendige, aber noch nicht im Buchwert vorgenommene, Wertberichtigungsnotwendigkeiten vor, müssten diese von der Eigenkapitalposition abgezogen werden.

3. Überschlägige Ertragswertberechnung der Müller-Unternehmensgruppe

a) Firma 1 GmbH

Die Firma 1 GmbH weist für das Planjahr 2011 ein geplantes **negatives** EBITDA von TEUR -658,2 aus. Selbst wenn man hiervon Restrukturierungsaufwendungen (Abfindungen) und erkannte, missglückte, Projektergebnisse 007 von insgesamt TEUR -250 abzieht, erreicht man für das Jahr 2011 noch kein positives EBITDA.

Eine Ertragsbewertung der Firma 1 GmbH auf Basis der Ergebnisse 2011 (also für einen Deal in 2011) würde einen Unternehmenswert von Null ergeben.

Hier kann man jedoch diese auf ein Jahr des Umbruchs begrenzte Betrachtung nicht anwenden, sondern müsste sich auch die Ergebnisse der Jahre 2012 und 2013 ansehen. Für 2012 wird eine positives EBITDA von TEUR 87,5 geplant und für 2013 ein positives EBITDA von TEUR 267,5.

Hier würde es sich empfehlen, den Durchschnitt zu bilden, der rd. TEUR 175 beträgt. Multipliziert man jetzt diesen Durchschnittswert von TEUR 175 mit dem Faktor 6 für Maschinenbau-Unternehmen (hier ist schon ein Risikoabschlag von rd. 1,5 im Faktor erfolgt), ergibt sich zunächst eine Zwischensumme von **TEUR 1.050**.

Dasselbe Schema müsste auch für die Firma 2 GmbH angewendet werden und ergibt folgende Zwischensumme:

Das geplante EBITDA 2011 der Firma 2 GmbH ist ebenfalls negativ mit TEUR -12,9. Folgt man jedoch demselben Gedanken, dass man dann die Planwerte 2012 (TEUR +105) und 2013 (TEUR +157) im Durchschnitt ebenfalls mit dem Faktor 6 multipliziert, kommt hier eine Zwischensumme von TEUR 780 heraus.

Nunmehr werden beide Zwischensummen addiert und ergeben für die Unternehmensgruppe einen Zwischenwert von **TEUR 1.830**.

Zieht man von diesem Zwischenwert die aktuellen Finanzschulden der Gesellschaft in Höhe von **TEUR 1.804** (siehe Seite 16 und 18 unseres Gutachtens) ab, verbleibt ein leichter positiver Unternehmenswert unter heutiger Betrachtung von **TEUR 26 nach der Ertragswertmethode**.

b) Substanzwertermittlung

Der sich ergebende Unternehmenswert nach der Ertragswertmethode sollte nach dem Substanzwert plausibilisiert werden.

Hier haben wir nach den Planbilanzen zum 31.12.2011 folgende Eigenkapitalwerte:

Eigenkapital Firma 1 GmbH: TEUR – 608,5 und

Eigenkapital Firma 2 GmbH: TEUR + 570,7

Stille Reserven Grundstücke TEUR + 400,0

TEUR + 362,2

Der Substanzwert der Müller-Unternehmensgruppe würde sich also mit derzeitig **TEUR 362** darstellen lassen.

4. Darstellung des Unternehmenswertes

Der ermittelte Ertragswert in Höhe von TEUR 26 und der ermittelte Substanzwert von TEUR 362 müsste unter Berücksichtigung des derzeitigen Sanierungsstandes als Durchschnitt gebildet werden.

Damit würde sich ein **Unternehmenswert** von **TEUR 194** für 100% der Anteile ergeben. Hiervon wäre der Wert für 26%: **TEUR 50,44**.

Sehr geehrter Herr Mustermann, dieser Wert sollte eine Diskussionsbasis für die Anteilsübertragung darstellen können.

Weitere Anteilszukäufe könnten dann nach demselben Schema schon heute für die Zukunft festgelegt und vereinbart werden.

Ich stehe Ihnen jederzeit gerne für eine Diskussion dieser Wertermittlung zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

bdp
Venturis Management Consultants
GmbH

Dr. Michael Bormann

Das Vorgehen in der Praxis

| | <u>EBITDA</u> | <u>Faktor</u> | <u>Zwischensumme</u> |
|---|---------------|---------------|----------------------|
| 2011 | - | | |
| 2012 | 87 | | |
| 2013 | 267 | | |
| <hr style="border-top: 1px dashed black;"/> | | | |
| Ø | 175 | x 6 | ≈ 1.050 |
| | | | |
| 2011 | - | | |
| 2012 | 105 | | |
| 2013 | 157 | | |
| <hr style="border-top: 1px dashed black;"/> | | | |
| Ø | 131 | x 6 | ≈ 780 |
| | | | 1.830 |
| Finanzschulden | | | ./. 1.804 |
| <hr/> | | | |
| Ertragswert | | | + 26 |
| Substanzwert | | | + 326 |
| Ø Ertrags- und Substanzwert | | | + 194 |
| <hr/> <hr/> | | | |

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

Jede Unternehmensbewertung verfolgt einen eigenen Zweck und ist individuell!

Bei Interesse sprechen Sie uns gerne an!



michael.bormann@bdp-team.de



barbara.klein@bdp-team.de



christian.schubert@bdp-team.de

Standorte:

Berlin

Danziger Str. 4
10435 Berlin
Tel.: 030/44 33 61-0
Fax.: 030/44 33 61-54

Dresden

Hubertusstr. 37
01129 Dresden
Tel.: 0351/ 8 11 53 95 0
Fax: 0351/ 8 11 53 95 95

Hamburg

Steinhöft 5-7
20459 Hamburg
Tel.: 040/30 99 36-0
Fax.: 040/30 99 36 60

Potsdam

Puschkinallee 3
14469 Potsdam
Tel.: 0331 / 601 28 481
Fax: 0331 / 601 28 482

Rostock

Kunkeldanweg 12
18055 Rostock
Tel.: 0381 / 686 68 64
Fax: 0381 / 686 68 65