



ÖGWT-Club

Die Unternehmensbewertung nach dem Fachgutachten KFS BW 1

Mag. (FH) Johann Zaiser
8. Juli 2014

www.oegwt.at

„Wir verbinden - Menschen und Wissen.“

Agenda

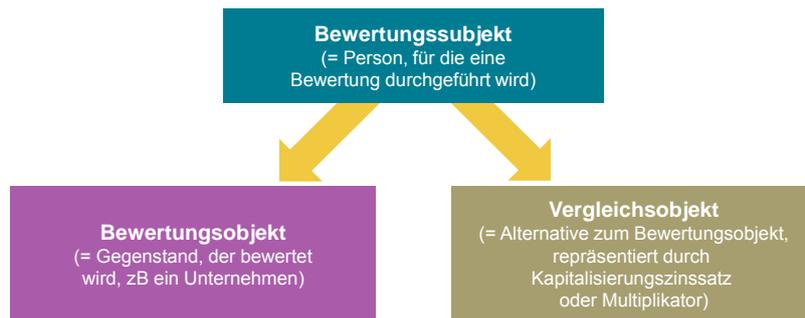


I	Grundlagen
II	Diskontierungsverfahren
III	Multiplikatorverfahren
IV	Zusammenfassung der wesentlichen Neuerungen

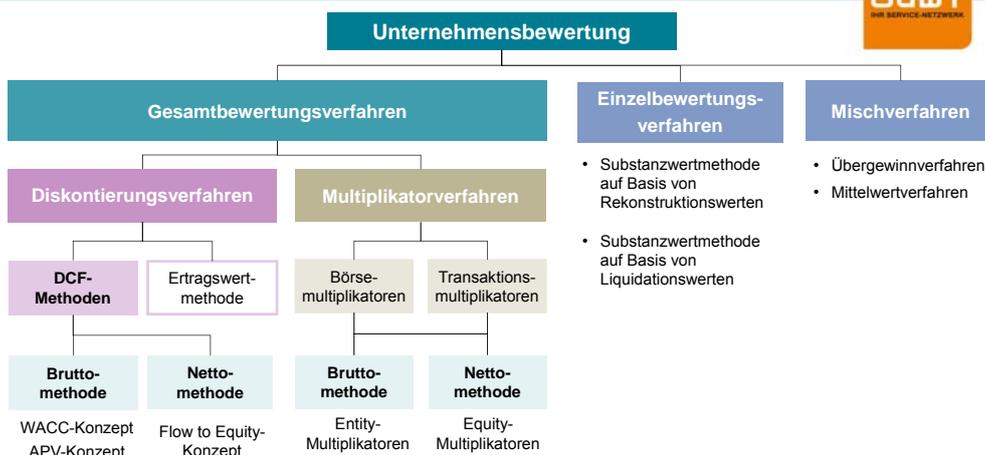
I. Grundlagen
Bewerten heißt vergleichen



- Unternehmensbewertung = Bepreisung eines Unternehmens oder Unternehmensteils auf der Grundlage eines Alternativenvergleichs (Vergleichsobjekt);
- aus dem bekannten Preis des Vergleichsobjekts wird auf den unbekanntenen Preis (Wert) des Bewertungsobjekts geschlossen.



I. Grundlagen
Überblick Bewertungsverfahren



Rz 16: Der objektivierte Unternehmenswert wird unter typisierenden Annahmen mit Hilfe eines Diskontierungsverfahrens ermittelt.



I	Grundlagen
II	Diskontierungsverfahren
III	Multiplikatorverfahren
IV	Zusammenfassung der wesentlichen Neuerungen

II. Diskontierungsverfahren
Überblick



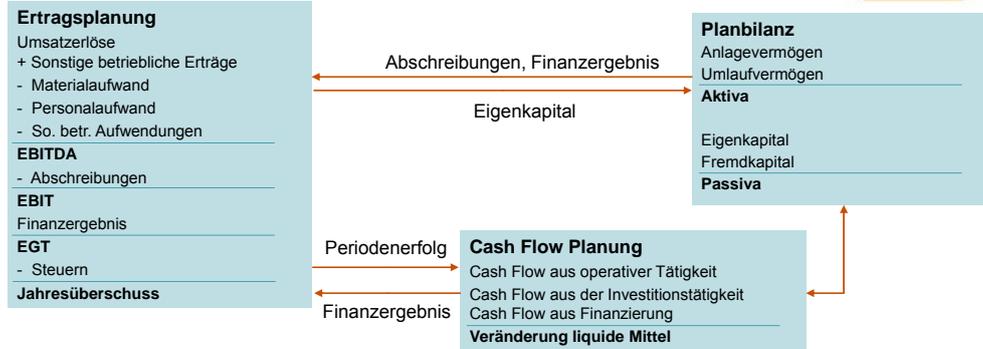
WACC-Verfahren (Rz 38)	Equity-Ansatz (Rz 46)	APV-Verfahren (Rz 43)
<ul style="list-style-type: none"> ■ Ermittlung des Marktwerts des Gesamtkapitals (Enterprise Value) durch Diskontierung der Free Cash-Flows mit dem WACC. ■ Die Free Cash-Flows werden unter der Fiktion vollständiger Eigenfinanzierung berechnet. ■ Der Marktwert des Eigenkapitals (Equity Value) ergibt sich, indem vom Marktwert des Gesamtkapitals der Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals abgezogen wird. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Die den Unternehmenseignern zufließenden finanziellen Überschüsse (Flows to Equity) werden mit den Eigenkapitalkosten für das verschuldete Unternehmen diskontiert. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Ermittlung des Marktwerts des (fiktiv) unverschuldeten Unternehmens durch Diskontierung der Free Cash-Flows mit den Eigenkapitalkosten des unverschuldeten Unternehmens. ■ Erhöhung des Marktwerts des unverschuldeten Unternehmens um die durch die Verschuldung bewirkten diskontierten Steuerersparnisse aus den Fremdkapitalzinsen (Tax Shields). ■ Die Summe aus Marktwert des unverschuldeten Unternehmens und Wertbeitrag der Tax Shields ergibt den Marktwert des Gesamtkapitals. ■ Nach Abzug des Marktwerts des Fremdkapitals verbleibt der Marktwert des Eigenkapitals (Equity Value).

Rz 117: Bei identen Annahmen für die Bewertungsparameter [...] sollte die Wahl des Diskontierungsverfahrens das Bewertungsergebnis nicht beeinflussen.

II. Diskontierungsverfahren Planung der zukünftigen finanziellen Überschüsse



Integriertes Planungsmodell



Rz 68: Die Unternehmensplanung ist auf ihre Plausibilität hin zu beurteilen. Dabei ist zwischen der Beurteilung der formellen und der materiellen Plausibilität zu differenzieren.

Rz 77: Bei fehlender Planung kann auf Basis der verfügbaren Informationen eine integrierte Planungsrechnung erstellt werden. Die dabei getroffenen Annahmen sind im Gutachten zu beschreiben.

II. Diskontierungsverfahren Planung der zukünftigen finanziellen Überschüsse



Formelle Plausibilisierung

- Planungsprozess und -dokumentation:
 - Gremialbeschlüsse
 - Standardisierter Planungsprozess oder Anlassplanung
 - Dokumentation der Planungsannahmen
- Rechnerische Richtigkeit und Nachvollziehbarkeit
- Geschlossenheit des Planungssystems
 - Verknüpfung von Plan-Erfolgsrechnung mit Plan-Bilanz und Cash-Flow-Planung
 - Abstimmung der Teilpläne (Absatzplan, Ressourcenplan, Kostenplan, Finanzierungsplan,...)

Materielle Plausibilisierung

- Zeitreihenanalyse
 - Ertragsentwicklung (Umsatzerlöse, Ertragsmargen)
 - Entwicklung der Kapitalbindung (Investitionen, Abschreibungen, Umschlagshäufigkeit Umlaufvermögen)
 - Entwicklung Renditekennzahlen (zB ROCE, ROE)
- Analyse Vergleichsunternehmen
 - Ertragsstärke
 - Wachstumstrends
- Markt- und Branchenanalyse
 - Makroökonomische Kennzahlen, zB Inflationserwartung, BIP/Kopf
 - Marktdurchdringung

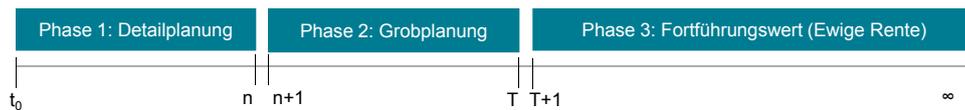
Rz 73: Die Einholung einer Vollständigkeitserklärung entbindet den Wirtschaftstreuhänder nicht davon, sich selbst ein Urteil über die Plausibilität der Planung der finanziellen Überschüsse zu bilden.

II. Diskontierungsverfahren Planung der zukünftigen finanziellen Überschüsse



Phasenmodell

- Bei der Unternehmensbewertung wird idR von einer unbegrenzten Lebensdauer des Unternehmens ausgegangen. Eine Planungsrechnung zur Ableitung der zukünftigen finanziellen Überschüsse liegt jedoch nur für eine begrenzte Anzahl an Jahren vor.
- Für den Zeitraum danach wird einen nachhaltig erzielbaren Cash Flow angesetzt und als ewige Rente kapitalisiert.
- Phasenmodell: Zwei- bzw Drei-Phasen-Modell:



- Grobplanungsphase: Reduzierung auf wesentliche wertbestimmende Faktoren

Rz 61: Die Detailplanungsphase ist um eine Grobplanungsphase (Phase II) zu ergänzen, wenn die Annahme, das Unternehmen gehe unmittelbar nach der Detailplanungsphase in einen Gleichgewichts- und Beharrungszustand über, nicht plausibel erscheint.

II. Diskontierungsverfahren Planung der zukünftigen finanziellen Überschüsse



Ewige Rente

- Die ewige Rente beschreibt den so genannten Gleichgewichtszustand, in dem eine Unternehmensentwicklung mit konstant wachsenden finanziellen Überschüssen unterstellt wird.
- Hoher Anteil der ewigen Rente am Unternehmenswert: Häufig zwischen 70 und 80 %.

KFS BW 1 neu, Rz 64:

- In der ewigen Rente kann unterstellt werden, dass die Rendite aus der Wiederveranlagung thesaurierter Beträge langfristig den Kapitalkosten entspricht (Konvergenzannahme). Ist davon abweichend zu erwarten, dass die Rendite langfristig über den Kapitalkosten liegen wird, sind die dafür maßgeblichen Gründe anzugeben.
- Generell ist in der Rentenphase auf die Konsistenz der Annahmen zu Renditeerwartungen, Wachstumsrate und Thesaurierung zu achten.

KFS BW 1 neu: Konvergenzannahme:
→ Wachstumsrate in ewiger Rente hat keine Auswirkung auf Unternehmenswert
→ Abweichende Annahme ist zulässig, aber zu begründen

II. Diskontierungsverfahren Planung der zukünftigen finanziellen Überschüsse



Beispiel zur ewigen Rente

- Nachhaltiger Ertrag laut Unternehmensplanung: 100 EUR pa
- Investiertes Kapital (IC): 500 EUR → Rendite auf investiertes Kapital (ROIC) in t₀ = 20%
- Kapitalkosten (k) = 10%, Wachstum (g) = 1% pa

Potenzielle Berechnungsvarianten

- „Aggressive Wachstumsformel“:

$$UW = \frac{\text{Ertrag}}{(k - g)} = 1.111$$

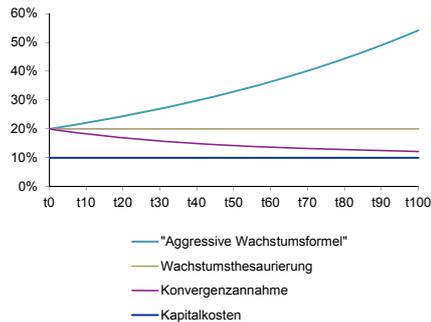
- Wachstumsthesaurierung:

$$UW = \frac{\text{Ertrag} - IC \times g}{(k - g)} = 1.056$$

- Konvergenzannahme:

$$UW = \frac{\text{Ertrag}}{k} = 1.000$$

Return on Invested Capital (ROIC)



Die Unternehmensbewertung nach dem Fachgutachten KFS BW 1

10

II. Diskontierungsverfahren Planung der zukünftigen finanziellen Überschüsse



Insolvenzrisiken

- Rz 66: Die zu diskontierenden zukünftigen finanziellen Überschüsse sollen Erwartungswerte repräsentieren.
- Rz 67: Bei der Ermittlung der Erwartungswerte ist zu untersuchen, inwieweit das Unternehmen bewertungsrelevanten Insolvenzrisiken ausgesetzt ist. Die Berücksichtigung von Insolvenzrisiken kann durch den Ansatz von Insolvenzwahrscheinlichkeiten erfolgen, die u. a. aus Ratings abgeleitet werden können.

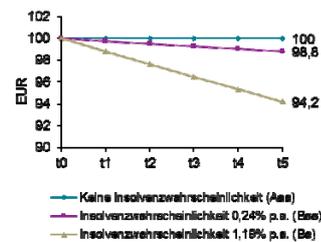
Beispiel

- Nachhaltiger Ertrag laut Unternehmensplanung: 100 EUR pa
- Kapitalisierungszinssatz: 10%

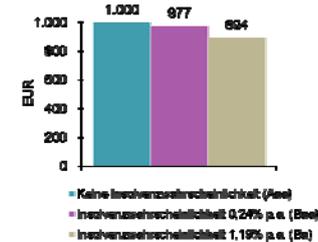
Ausfallswahrscheinlichkeiten		
Rating Moody	Ausfallswahrscheinlichkeit	Rating-Investment grade
Aaa	0,00%	Investment grade
Aa	0,01%	
A	0,04%	
Baa	0,24%	
Ba	1,19%	High yield
B	5,00%	
Caa	18,50%	
Ca	40,00%	Distressed

Quelle: Bloomberg, Moody

Cash Flows (Erwartungswerte)



Unternehmenswert



Die Unternehmensbewertung nach dem Fachgutachten KFS BW 1

11

II. Diskontierungsverfahren Planung der zukünftigen finanziellen Überschüsse



Persönliche Ertragssteuern

	KFS BW 1 alt	KFS BW 1 neu
Kapitalgesellschaften	<p>Vereinfachend ohne persönliche Steuern</p> <p>Bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften kann vereinfachend auf die Berücksichtigung von persönlichen Steuern verzichtet werden.</p>	<p>Persönliche Steuern bei nicht betriebsnotwendigem Vermögen</p> <p>Grundsätzlich vereinfachend keine Berücksichtigung (analog zu KFS BW 1 alt).</p> <p>Wird bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften eine Auskehr von nicht betriebsnotwendigem Vermögen (etwa von Überbeständen an liquiden Mitteln) an die Gesellschafter unterstellt, kommt die vereinfachende Nichtberücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern insoweit nicht in Betracht.</p>
Einzelunternehmen, Personengesellschaften	<p>Berücksichtigung persönlicher Steuern</p> <p>Kapitalisierung der finanziellen Überschüsse nach Einkommensteuer mit der Alternativrendite nach persönlichen Ertragsteuern.</p>	<p>Vereinfachend wie Kapitalgesellschaften</p> <p>Der Wertermittlung kann vereinfachend die für Kapitalgesellschaften geltende Ertragsbesteuerung zugrunde gelegt werden.</p>

Die Unternehmensbewertung nach dem Fachgutachten KFS BW 1

12

II. Diskontierungsverfahren Diskontierungszinssatz



WACC und Eigenkapitalkosten

- Rz 39: Der WACC ist ein gewichteter Mischzinssatz aus Eigenkapitalkosten (Renditeforderung der Eigenkapitalgeber) und Fremdkapitalkosten (Renditeforderung der Fremdkapitalgeber). Die Gewichtung erfolgt nach dem Verhältnis der Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital.
- Rz 103: Die Eigenkapitalkosten setzen sich aus dem risikolosen Basiszinssatz und einem marktorientierten Risikozuschlag in Form des Produkts aus Marktrisikoprämie und Beta-Faktor zusammen.
- Berechnungsformeln:

$$WACC = r_{EK} \times EK\text{-Anteil} + r_{FK} \times (1 - t) \times FK\text{-Anteil}$$

r_{EK} :	Renditeforderung der Eigenkapitalgeber
EK-Anteil:	Eigenkapitalanteil zu Marktwerten
r_{FK} :	Renditeforderung der Fremdkapitalgeber
t:	Körperschaftsteuersatz
FK-Anteil:	Fremdkapitalanteil zu Marktwerten (idR = Buchwert)

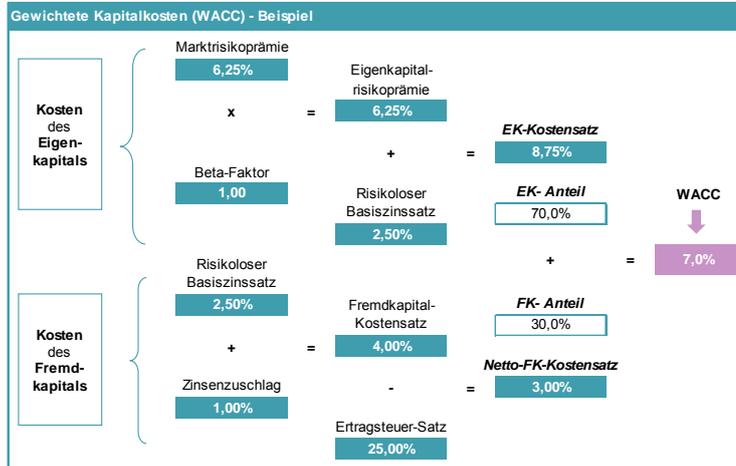
$$r_{EK} = i + \beta \times MRP$$

i:	Risikoloser Basiszinssatz
β :	Beta-Faktor (Branchenrisiko und Kapitalstrukturrisiko)
MRP:	Marktrisikoprämie

Die Unternehmensbewertung nach dem Fachgutachten KFS BW 1

13

WACC Beispiel



Finanzierungspolitik und Kapitalkosten

Autonome Finanzierung	Wertorientierte Finanzierung
<ul style="list-style-type: none"> ■ Deterministisch geplanter Fremdkapitalbestand: <ul style="list-style-type: none"> - Tilgungspläne - Finanzierungspläne ■ Rz 41: Der Verschuldungsgrad in der Detailplanungsphase schwankt von Periode zu Periode, sodass sowohl der WACC im Zeitablauf nicht konstant bleibt als auch periodenspezifische Anpassungen der Eigenkapitalkosten bzw des Beta-Faktors aufgrund des sich ändernden Kapitalstrukturrisikos notwendig werden. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Fremdkapitalbestand „atmet“ mit Unternehmenswert ■ Im Zeitablauf konstanter WACC ■ Rz 42: Um die Plausibilität dieser Finanzierungspolitik beurteilen zu können, hat der Wirtschaftstrehänder die im Zeitablauf implizit unterstellten Anpassungen der Bestände des verzinslichen Fremdkapitals sowie die aus dieser Finanzierungspolitik resultierenden Flows to Equity für die einzelnen Perioden zu ermitteln und in seinem Bericht offenzulegen. Die Plausibilität dieser Finanzierungspolitik ist auf dieser Grundlage durch den Wirtschaftstrehänder zu beurteilen.

Rz 116: Die Annahmen über die Finanzierungspolitik des Bewertungsobjekts (zB wertorientiert oder autonom) sowie über den Risikogehalt der Steuerersparnisse aus der Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalkosten sind im Bewertungsgutachten anzugeben und zu begründen.



I	Grundlagen
II	Diskontierungsverfahren
III	Multiplikatorverfahren
IV	Zusammenfassung der wesentlichen Neuerungen

III. Multiplikatorverfahren
Neuerungen im KFS BW 1



	KFS BW 1 alt	KFS BW 1 neu
Plausibilisierung der DCF-Bewertung	<p>Möglichkeit zur Plausibilisierung</p> <p>Preisfindungen mittels ergebnis-, umsatz- oder produktmengenorientierter Multiplikatoren können im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätsbeurteilung der Bewertungsergebnisse bieten.</p>	<p>Zwingende Plausibilisierung</p> <p>Beurteilung der Plausibilität des auf Basis des DCF-Verfahrens ermittelten Unternehmens durch:</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Anwendung eines Multiplikatorverfahrens. ■ Analyse der Börsenkurse oder von Transaktionspreisen.
Bewertung von Kleinunternehmen	<p>Keine zulässige Bewertungsmethode</p> <p>In der Praxis wird gelegentlich zur Preisfindung insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen (zB freiberufliche Praxen) die Multiplikatormethode angewendet. Eine derartige Vorgangsweise kann jedoch nicht an die Stelle einer Unternehmensbewertung treten.</p>	<p>Zulässig, wenn verlässliche Grundlage verfügbar</p> <p>Bei sehr kleinen Unternehmen kann der objektivierte Unternehmenswert vereinfachend durch die Anwendung eines Multiplikatorverfahrens auf Basis von Erfahrungssätzen ermittelt werden, wenn sich über die auf das Bewertungsobjekt anzuwendenden Erfahrungssätze eine feste allgemeine Verkehrsauffassung gebildet hat und die Anwendung dieser Erfahrungssätze nach der Einschätzung des Wirtschaftstreuhänders mit ausreichender Sicherheit eine verlässliche Grundlage der Wertermittlung darstellt.</p>

III. Multiplikatorverfahren Grundlagen



Grundidee

- Gleiche (oder ähnliche) Vermögensgegenstände weisen gleiche (oder ähnliche) Werte auf.

Vorgehensweise



- Die in Ansatz gebrachten Bezugsgrößen sind gegebenenfalls um einmalige und außerordentliche Effekte zu bereinigen (nachhaltige Ergebnisse).

III. Multiplikatorverfahren Typen von Marktmultiplikatoren



Ableitung der Multiplikatoren aus Börsenkursen bzw Kaufpreisen

Börsenmultiplikatoren

- Aktienkurse von vergleichbaren **börsennotierten** Unternehmen / IPOs
- Ermittlung von Multiplikatoren, auf deren Basis Unternehmen **vom Kapitalmarkt bewertet** werden
- Annahme: Marktkapitalisierung = Fundamentalwert („**fairer Wert**“)
- Bewertungsmaßstab ist tagesaktuell und reflektiert **Branchen- oder Markttrends**

Transaktionsmultiplikatoren

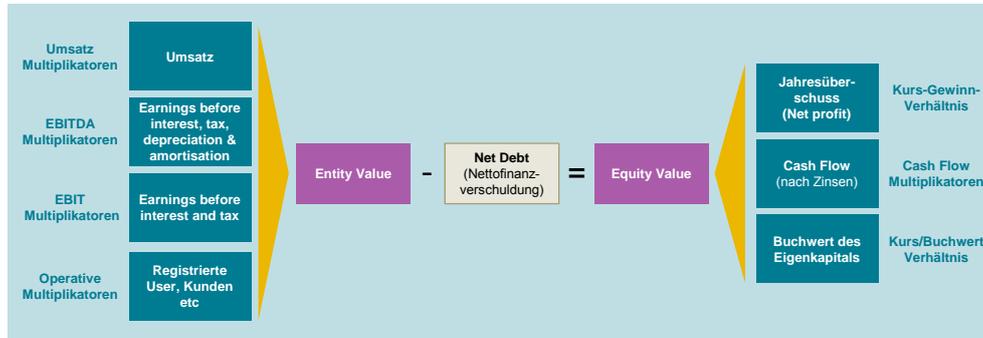
- Für Unternehmen mit vergleichbaren Charakteristika **gezahlte Preise**
- Kaufpreise aus **vergangenen Transaktionen** geben Anhaltspunkte für die Wertfindung auf dem Markt für Unternehmen
- Preise können strategische **Prämien** enthalten
- Kaufpreis hängt vom **Kaufvertrag** und der **Verhandlungssituation** ab

III. Multiplikatorverfahren Entity- und Equity-Multiplikatoren



Entity- und Equity Multiplikatoren

- Entity- und Equity-Multiplikatoren basieren auf unterschiedlichen Marktwerten und Bezugsgrößen:



III. Multiplikatorverfahren Beispiel



EBITDA Bewertungsobjekt (Stahlerzeuger)

- Ist 2013: 80 TEUR
- Plan 2014: 110 TEUR
- Plan 2015: 120 TEUR

Peer Group Stahlerzeuger

Analyse Vergleichsunternehmen - Multiplikatoren										
MEUR Unternehmen	Land	Markt-kapital.	Net deb/(cash)	Enterprise value (EV)	EBITDA			EV/EBITDA		
					2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
VOESTALPINE AG	AT	6.024	3.099	9.122	1.403	1.526	1.622	6,5x	6,0x	5,6x
ARCELORMITTAL	LU	21.547	13.681	35.228	5.844	6.564	7.636	6,0x	5,4x	4,6x
SALZGITTER AG	DE	1.863	-117	1.746	201	421	559	8,7x	4,1x	3,1x
THYSSENKRUPP AG	DE	10.011	3.270	13.281	1.228	2.251	2.757	10,8x	5,9x	4,8x
ACERINOX SA	ES	2.378	678	3.056	211	347	431	14,5x	8,8x	7,1x
RAUTARUUUKKI OYJ	FI	946	689	1.635	171	204	256	9,6x	8,0x	6,4x
SSAB AB	SE	1.729	1.869	3.598	149	319	428	24,2x	11,3x	8,4x
Mittelwert								11,5x	7,1x	5,7x
Median								9,6x	6,0x	5,6x

Anmerkung: Marktkapitalisierung und Wechselkurse auf Basis der Schlusskurse zum 31.12.2013
Quelle: Bloomberg

III. Multiplikatorverfahren Beispiel



Bewertung auf Basis von EBITDA-Börsenmultiplikatoren

Marktbewertung (basierend auf EBITDA-Multiplikatoren)					
31.12.2013 TEUR	EBITDA Bewertungsobjekt	Multiplikatoren Median	Entity Value	Net Debt	Equity Value
2013A	80	9,6x	768	-300	468
2014E	110	6,0x	660	-300	360
2015E	120	5,6x	672	-300	372
Mittelwert			700		400

Agenda



I	Grundlagen
II	Diskontierungsverfahren
III	Multiplikatorverfahren
IV	Zusammenfassung der wesentlichen Neuerungen

VI. Zusammenfassung der wesentlichen Neuerungen



Die Neuerungen betreffen größtenteils die Anwendung des DCF-Verfahrens

- 1 Konvergenzannahme in Rentenphase
- 2 Berücksichtigung von Insolvenzkrisen
- 3 Ermittlung der Kapitalkosten
- 4 Persönliche Ertragssteuern
- 5 Grobplanungsphase und Mitwirkung bei der Planung
- 6 Aufwertung des Multiplikatorverfahrens

Die Unternehmensbewertung nach dem Fachgutachten KFS BW 1

24



Fragen?

Unterlagendownload auf unserer Homepage unter
www.oegwt.at → Veranstaltungen → Oberösterreich