

Unternehmensbewertungsverfahren

I. Ertragswertverfahren - Entscheidungswertermittlung

	Cash-flow - oder Perioden- ergebnis - orientierung ?	Finanz- planung erforderlich ?	Prognose der Ausschüttungen oder Vollausschüttungsfiktion ?	Berück- sichtigung persönlicher Steuern ?	Berück- sichtigung externer Synergien ?
Netto-Cash-flow beim Eigner	CF	JA	Prognose	JA	JA
Netto- Ausschüttungen des Unternehmens	CF	JA	Prognose	NEIN	NEIN
Einzahlungsüberschüsse des Unternehmens	CF	JA	VAF	NEIN	NEIN
Netto-Einnahmen des Unternehmens	CF	Eingeschränkt	VAF	NEIN	NEIN
Periodenerfolge des Unternehmens	PE	NEIN	VAF	NEIN	NEIN

Jahresüberschuß (lt. Erfolgsprognose)	Periodenerfolge des Unternehmens
+/- Aufwendungen/Erträge aus Anlagenabgängen	
+/- Abschreibungen/Zuschreibungen	
+/- Veränderungen langfristiger Rückstellungen	
+/- Veränderungen des Netto- Umlaufvermögens (ohne liquide Mittel und kurzfristige Bankverbindlichkeiten)	
Cash-flow aus der Betriebstätigkeit	
+/- Cash-flow aus der Investitionstätigkeit	
+/- Veränderungen von (kurz- und langfristigen) Finanzschulden	
Einnahmenüberschuß des Unternehmens	Nettoeinnahmen des Unternehmens
+/- Ein-/Auszahlungen des Unternehmens	
Einzahlungsüberschuß des Unternehmens	Einzahlungsüberschuß des Unternehmens
+/- Zahlungen vom und an den Eigner	
Nettoausschüttungen aus dem Unternehmen	Nettoausschüttungen aus dem Unternehmen
Synergieeffekte mit verbundenen Unternehmen des Eigners	
+/- persönliche Steuern des Eigners	
Netto-Cash-flow beim Eigner	Netto-Cash-flow beim Eigner

II. Discounted Cash-flow-Verfahren - Marktwertermittlung

Bei börsennotierten Unternehmen wird ein „Beta-Faktor“, miteinbezogen, der in Anlehnung an Wertpapierrisiken empirisch für verschiedene Branchen erhoben wird und mit dem Fremdkapitalanteil multipliziert wird, wobei der Verschuldungsgrad zusätzlich miteinbezogen wird.

1. Bruttoverfahren (Entity Approach)

a. Free Cash-flows – WACC-Ansatz - in der Praxis am meisten verwendet

Operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)
- adaptiertes Steuerzahlungen (KöST)
Operatives Ergebnis vor Zinsen, nach adaptierten Steuern (EBIAT;NOPLAT)
+/- Abschreibungen / Zuschreibungen
+/- Aufwendungen / Erträge aus Anlagenabgängen
+/- Erhöhung / Verminderung der langfristigen Rückstellungen/Rücklagen
Operativer Cash-flow (Gross Cash-flow)
+/- Veränderungen des Netto-Umlaufvermögens (ohne liquide Mittel und kurzfristige Bankverbindlichkeiten)
-/+ Mittelabflüsse/-zuflüsse aus Investitionen / Desinvestitionen
Operativer Free Cash-flow
+/- Nicht operativer Free Cash-flow
Free Cash-flow
Barwert der operativen FCF mit WACC - weighted average cost of capital - Ansatz)
+ Barwert des Continuing Value (nach exaktem Planungszeitraum > 5 Jahre) auf Basis einer ewigen Rente oder einer steten Wachstumsrate
+ Barwert der nicht operativen FCF
Barwert der FCF
+ Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens
Marktwert des Gesamtkapitals
- Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals
Marktwert des Eigenkapitals (Shareholder Value)

WACC = Gewogener Kapitalkostensatz

$$WACC = r(FK) \cdot (1-s) \cdot FK/GK + r(EK) \cdot EK/GK$$

WACC	=	Gewichtete Kapitalkosten
FK	=	Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals (Kredite)
EK	=	Marktwert des Eigenkapitals
GK	=	Marktwert des Gesamtkapitals (WACC-Ansatz)
s	=	Ertragssteuersatz auf Unternehmensebene (KÖST = 34%)
r(FK)	=	Kosten des Fremdkapitals
r(EK)	=	Renditeforderung des Eigenkapitalgebers

b. Total Cash-flows (Nachteil: genaue Planung des Fremdkapitalanteils notwendig)

Dabei wird die Steuerersparnis aus den Fremdkapitalzinsen bereits bei den Cash-flows und nicht im WACC berücksichtigt.

Bei beiden Bruttoverfahren entspricht der Cash-flow einem Unternehmen mit vollständiger Eigenkapitalfinanzierung und ist daher ideal für eine neutrale Bewertung.

Diese angestrebte Finanzierungsneutralität macht eine faktische Trennung in einen Leistungsbereich und einen Finanzierungsbereich notwendig, wobei die Cash-flows aus dem Finanzierungsbereich nicht berücksichtigt werden.

2. Nettoverfahren (Equity Approach)

Free Cash-flow
- Fremdkapitalzinsen
+ Unternehmenssteuerersparnis aus Fremdkapitalzinsen (Tax Shield)
+ Aufnahme von verzinslichem Fremdkapital
- Tilgung von verzinslichem Fremdkapital
Flow to Equity (FTE) = grundsätzlich gleich Einzahlungsüberschüsse des Unternehmens nach der Ertragswertmethode (ohne Synergieeffekte)
Barwert der Flows to Equity mit $r(EK)$
+ Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens
Marktwert des Eigenkapitals (Shareholder Value)

3. APV- (Adjusted Present Value) Verfahren

Barwert der Free Cash-flows bei Diskontierung mit dem Eigenkapitalzinssatz
+ Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens
Marktwert des unverschuldeten Unternehmens
+ Marktwertterhöhung durch Fremdfinanzierung = Barwert des Tax Shields (= Steuerersparnis aus den Fremdkapitalzinsen)
Marktwert des Gesamtkapitals des verschuldeten Unternehmens
- Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals
Marktwert des Eigenkapitals (Shareholder Value)

III. Vergleichsverfahren

1. Comparative Company Approach

Simular Public Company Method	Vergleich eines nicht börsennotierten Unternehmens mit einem vergleichbaren an der Börse
Recent Acquisitions Method	Vergleich mit kürzlich erzielte Verkaufspreisen ähnlicher Unternehmen
Initial Public Offering	Detto

2. Multiplikatormethoden

Unternehmenswertberechnung auf Basis von Kennzahlen wie Cash-flow, Umsatz, Gewinn,..

IV. Einzelbewertungsverfahren (Substanzwertverfahren)

Reproduktionswert des betriebsnotwendigen Vermögens	
+ Liquidationswert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens	
- Schulden (auf Going Concern-Basis)	
Substanzwert auf Basis von Reproduktionswerten	= Fiktion eines Unternehmensnachbaues
Liquidationswert des gesamten betrieblichen Vermögens	
- bei Unternehmensauflösung zu bedeckende Schulden	
Substanzwert auf Basis von Liquidationswerten	Unter Zeitdruck = Zerschlagung Kein Zeitdruck = Liquidation

V. Mischformen (veraltet)

$UW = (SW + EW)/2$	Mittelwertverfahren
$UW = (SW + 2*EW)/3$ oder $(2*SW + EW)/3$	Mittelwertverfahren
Substanzwert (Teilreproduktionswert)	
+ Barwert der Übergewinne (Firmenwert = Good Will)	
Unternehmenswert	Übergewinnverfahren

