

M&A TOP PARTNER

Unternehmensbewertung

Betriebswirtschaftliche Analyse

Mustermäßig GmbH
1234 Musterstadt

Graz, am 28. Januar 2019

VERTRAULICH

Inhaltsverzeichnis

1 Zusammenfassendes Bewertungsurteil	5
2 Vorbemerkungen	6
2.1 Zur Auftragserteilung.....	6
2.2 Zum Stichtag der Analyse und Bewertung.....	6
2.3 Zur Unternehmensbewertung an sich.....	6
2.4 Zur Ausgangslage.....	6
3 Methodische Bemerkungen	7
3.1 Allgemeines.....	7
3.2 Problematik bei der Bewertung von KMU.....	7
3.3 Anerkannte Bewertungsverfahren.....	9
3.4 Der MAA-Standard.....	9
4 Beauftragung	12
4.1 Allgemeines.....	12
4.2 Zweck der Bewertung.....	12
4.3 Auftraggeber.....	12
4.4 Bewertungsstichtag.....	12
4.5 Auskunftspersonen.....	12
4.6 Erhaltene und verwendete Unterlagen und Informationen.....	12
4.7 Durchführungszeitraum.....	12
5 Bewertungsobjekt	13
5.1 Grunddaten.....	13
5.2 Management und Organisation.....	13
5.3 Produkte / Dienstleistungen.....	14
5.4 Marketing und Vertrieb.....	14
5.5 Beteiligung.....	14
5.6 Standort / Immobilie.....	14
5.7 Wesentliche Verträge.....	14
5.8 Geschäftsausstattung, Fuhrpark, IT-Systeme.....	15
6 Finanzdaten	15
6.1 Fundamentalanalyse mittels Quick Test.....	15
6.2 Geschäftsentwicklung.....	16
6.3 Gewinn und Verlustrechnung.....	18
6.3.1 Bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung.....	18
6.4 Bilanz.....	19
6.4.1 Nettoverschuldung.....	19
6.4.2 Nicht betriebsnotwendiges Vermögen.....	19
6.5 Jahresabschlusskennzahlen.....	20
7 Kapitalisierungszins	21
7.1 Basiszinssatz.....	22
7.2 Quantitative Risikofaktoren.....	23
7.2.1 Immobilitätszuschlag	23
7.2.2 Personenabhängigkeit.....	23
7.2.3 Branchenkonjunktur	23
7.2.4 Produkt- und Leistungsangebot.....	23
7.2.5 Kundenabhängigkeit	23
7.2.6 Standort und Wettbewerb	23
7.2.7 Personalstruktur	24
7.2.8 Betriebsausstattung.....	24
7.2.9 Sonstige oder betriebsspezifische Risiken	24
7.2.10 Inhaberabhängigkeit.....	24
7.2.11 Kapitalisierungszinssatz.....	24
7.3 Qualitative Risikofaktoren.....	25
7.3.1 Ertragskraft des Unternehmens.....	25

VERTRAULICH

7.3.2 Kapitalstruktur.....	25
7.3.3 Unternehmensorganisation.....	25
7.3.4 Markt.....	26
7.3.5 Vertrieb.....	26
7.3.6 Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells.....	26
7.3.7 Produktlebenszyklus.....	26
7.3.8 Anfälligkeit gegen staatliche Eingriffe.....	26
7.3.9 Konjunkturabhängigkeit.....	27
7.4 Zusammenfassende Beurteilung der Risikofaktoren.....	27
8 Unternehmensbewertung – Berechnungen	27
9 Anhang: Parameter und Berechnungsschritte	28
9.1 Bestimmung der Ausgangswerte.....	28
9.2 Bewertung I: Bewertung nach modifiziertem AWH Standard.....	28
9.3 Bewertung II: Umsatz-Multiplikator.....	28
9.4 Bewertung III: EBIT-Multiplikator	28
9.5 Gesamtbewertung.....	28
10 Anhang: Kennzahlen-Glossar	30

VERTRAULICH

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Grunddaten des Bewertungsobjekts	13
Abb. 2: Quick Test auf Basis der Zahlen für 2017	16
Abb. 3: Geographische Verteilung des Umsatzes	17
Abb. 4: G&V für die Jahre 2016 und 2017	18
Abb. 5: Übersichtsbilanzen zum 31.12.2016 und 2017	19
Abb. 6: Konsolidierte Darstellung wesentlicher Jahresabschluss-Zahlen	20
Abb. 7: Risikokategorien bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen	22
Abb. 8: Zusammenschau der den Kapitalisierungszinssatz bildenden Risikofaktoren	25

VERTRAULICH

1 Zusammenfassendes Bewertungsurteil

Ausgehend von den uns zur Verfügung gestanden Unterlagen und Informationen, unter Berücksichtigung der Nettoverschuldung und des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens, basierend auf unseren Analysen und unseres u.a. Ansatzes des MAA-Standards, ergeben sich die folgenden Bewertungsansätze und schließlich folgender Unternehmenswert der

Mustermäßig GmbH, 1234 Musterstadt

I. Bewertung nach modifiziertem AWH-Standard		€ 8.200.000
II. Bewertung mit Umsatz-Multiplikator		€ 25.300.000
untere Wertgrenze	€ 20.415.037	
obere Wertgrenze	€ 30.224.574	
III. Bewertung mit EBIT- Multiplikator		€ 6.600.000
untere Wertgrenze	€ 5.860.723	
obere Wertgrenze	€ 7.378.726	
IV. Gewichteter Wert nach MAA-Standard	(Enterprise Value – gerundet)	€ 7.900.000
untere gewichtete Wertgrenze nach MAA-Standard	€ 7.422.202	
obere gewichtete Grenze nach MAA-Standard	€ 8.404.396	

Unter der Annahme, dass das Bewertungsobjekt zum o.a. Preis von € 7.900.000 veräußert wird und ausgehend vom zu erwartenden gewichteten EBIT von € 2.455.810 wäre der Kaufpreis in 3,23 Jahren refinanziert. Zieht man den zu erwartenden betriebswirtschaftlichen Gewinn gem. modifiziertem AWH-Standard von € 2.041.058 heran, so ergibt sich eine Refinanzierung innert 3,88 Jahren.

Graz, am 26. Januar 2019

M&A TOP Partner GmbH & Co KG



Disclaimer: Diese Wertermittlung kann nur als Empfehlung und Verhandlungsgrundlage angesehen werden. Es bleibt den Verhandlungsparteien selbstverständlich unbenommen aufgrund von Marktlage, Eigeninteresse usw. andere Konditionen auszuhandeln. Diese Unternehmensbewertung erfolgt im Rahmen einer betriebswirtschaftlichen Beratung, Rechtsfragen, die über die Zuständigkeit der M&A TOP Partner GmbH & Co KG als Berater hinausgehen, sind nicht Gegenstand der Unternehmensbewertung. Die zur Ermittlung der Werte verwendeten Daten und Informationen sind in den jeweiligen Erläuterungen dokumentiert. Eine Überprüfung der Wertansätze in den zu Grunde gelegten Unterlagen erfolgte nicht. Es wird jedoch darauf hingewiesen, dass Annahmen, die nicht mit konkreten Werten hinterlegt werden konnten, in freier sachverständiger Würdigung geschätzt wurden. Die vorgelegten Unterlagen und Informationen sowie gemachte Angaben wurden als richtig unterstellt. Eine Plausibilitätsprüfung der Unterlagen, insbesondere der Jahresabschlüsse, erfolgte nicht. Ein einseitiges Beratungsinteresse besteht nicht. Der Auftraggeber darf diese Unternehmensbewertung mit allen Anlagen, Berechnungen und sonstigen Einzelheiten nur zu dem unter Punkt **Beauftragung** genannten Zweck verwenden. Eine darüberhinausgehende Verwendung, insbesondere Textänderungen, eine auszugsweise Verwendung oder eine Veröffentlichung der Unternehmensbewertung sind nicht zulässig. Abschließend sei nochmals betont, dass jede Ermittlung eines Unternehmenswertes subjektiven Kriterien unterliegt. Sie erfolgt grundsätzlich unter neutraler Bewertung, nach bestem Wissen und Gewissen des Beraters, jedoch ohne Rechtsverbindlichkeit. Insbesondere können sie nicht als Grundlage für Rechtsansprüche jeglicher Art verwendet werden. Eine vermögensrechtliche Haftung gegen M&A TOP Partner GmbH & Co KG oder einem ihrer Vertreter ist nicht möglich. Die Angabe der Refinanzierungszeit stellt keine wie auch immer geartete Garantie-, Ertrags- oder sonstige Zusage dar und dient ausschließlich Demonstrationszwecken. Diese Aus- und Bewertung umfasst insgesamt 35 Seiten.

VERTRAULICH

2 Vorbemerkungen

2.1 Zur Auftragserteilung

Im Rahmen der Auftragserteilung wurde festgelegt, dass bei der Ermittlung des Unternehmenswertes ein objektivierter Unternehmenswert festgestellt werden soll, um daraus die dem jeweiligen Bewertungszweck entsprechenden Annahmen herleiten zu können. Der objektivierte Unternehmenswert impliziert, dass das zu bewertende Unternehmen ein laufender Geschäftsbetrieb ist, dessen Geschäftsführung sich rational verhält und das Ziel der Gewinnmaximierung verfolgt.

Die Bewertung ist einzig für interne Entscheidungen vorgesehen. Jede andere Form der Verwendung ist vorab abzuklären und bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung von M&A TOP Partner & Co KG. Weiters gelten die AGB von M&A TOP Partner unter <https://www.ma-toppartner.at/downloads/AGB.pdf>

2.2 Zum Stichtag der Analyse und Bewertung

Die vorliegende Unternehmensbewertung berücksichtigt Fakten und Umstände, die zum Zeitpunkt der Bewertung und der Erstellung der Zukunftsprognose auf das Unternehmen zutrafen. Der objektivierte Unternehmenswert würde sich vermutlich ändern, wenn der Stichtag für die Bewertung oder der Zeitpunkt der Zukunftsprognose ein anderer wäre.

2.3 Zur Unternehmensbewertung an sich

Für die Bewertung des Unternehmens berücksichtigen wir gesetzliche Vorschriften, die für die Richtigkeit der Erfassung der Vermögens- und Ertragslage eines Unternehmens unerlässlich sind. Daneben besteht ein erheblicher Ermessensspielraum bei der Gestaltung einer Unternehmensbewertung. Nationale und internationale Standards liefern deshalb hierzu die konzeptionellen Grundlagen und Empfehlungen für die Ausgestaltung einer Unternehmensbewertung. Daneben gilt es Besonderheiten kleiner und mittlerer Unternehmen sowie der Theorien über methodenpluralistische Ansätze zu berücksichtigen.

2.4 Zur Ausgangslage

Wir haben das Bewertungsobjekt anhand der uns zur Verfügung stehenden Daten und Informationen analysiert und sind als Resümee zu einer Quantifizierung des Unternehmenswertes gelangt. Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass die gegenständliche Analyse und Bewertung nach bestem Wissen und Gewissen erstellt wurde. Wir haben alle, uns von der Firmenleitung zur Verfügung gestellten Informationen verarbeitet und eigene Recherchen vorgenommen, dennoch kann keine wie auch immer geartete Haftung für die Vollständigkeit, Richtigkeit oder zukünftige Erträge oder Ertragschancen übernommen werden. Außerdem stellt diese Bewertung keine Empfehlung zum Kauf der Unternehmensanteile dar. Ein Kaufinteressent muss sich daher seine eigene Meinung bilden.

Unsere Analyse berücksichtigt diejenigen Fakten und Umstände, die zum Zeitpunkt der Bewertung auf das Bewertungsobjekt zutrafen. Sie beschreibt somit das Ergebnis zum Zeitpunkt der Analyse. Um schließlich zu unserer abschließenden Meinung über den fairen Marktwert zu gelangen, führten wir folgende Arbeitsschritte aus:

VERTRAULICH

- Synthese und Zusammenschau der relevanten historischen und aktuellen Daten der Gesellschaft
- Gespräche mit den Auskunftspersonen
- Analyse der uns zur Verfügung gestellten historischen Daten
- Darlegung von Stärken und Schwächen des aktuellen Geschäftsmodells
- Ermittlung des Unternehmenswerts auf Basis eines spezifisch gewählten und später näher ausgeführten Verfahrens
- Empfehlungen für die weitere Vorgehensweise in Hinblick auf einen geplanten Verkauf des Unternehmens

Die Berechnungen dieser betriebswirtschaftlichen Unternehmensanalyse basieren auf folgenden Annahmen und einschränkenden Bedingungen:

- Sämtliche Angaben basieren auf den Auskünften der Auskunftspersonen, die diese nach bestem Wissen und Gewissen erteilt haben. Die Angaben der Geschäftsleitung und die Zahlen der Jahresabschlüsse wurden ohne weitere Prüfung als richtig akzeptiert. Bei Fragen oder Unklarheiten wurden diese durch Rückfragen bei der Auskunftsperson geklärt.
- Uns standen sämtliche Unterlagen zur Verfügung, die wir für die Zwecke dieser Bewertung angefordert haben.
- Die Planungen für die zukünftige Geschäftsentwicklung wurden von der Geschäftsleitung ebenso nach bestem Wissen und Gewissen durchgeführt. Wir haben diese lediglich auf Plausibilität geprüft, sie ansonsten vertrauensvoll übernommen.
- Grundprämisse der Bewertung ist eine ununterbrochene Fortführung des Geschäftsbetriebes und der Beibehaltung des Geschäftsmodells auch bei einer potenziellen Verkaufstransaktion der Geschäftsanteile. Maßgebliche Änderungen des Geschäftsmodells werden explizit ausgeführt.

3 Methodische Bemerkungen

3.1 Allgemeines

Unternehmensbewertung wird als Begriff zur Bewertung eines Unternehmens als Ganzes zur Erlangung eines Unternehmenswertes, verstanden. Zielsetzung ist dabei die Bestimmung eines möglichst realistischen Wertes des Unternehmens.

Der Unternehmenswert wird nach wissenschaftlichen Methoden heute meist aufgrund von Planungs- und Bewertungsprämissen berechnet. Der Marktwert ist normalerweise der verhandelte Preis für den Eigentümerwechsel, der sich auf Grund der Nachfrage und des Angebots sowie situationsbedingter Faktoren ergibt – somit stellt eine Unternehmensbewertung den Ausgangspunkt für nachfolgende Verhandlungen dar.

3.2 Problematik bei der Bewertung von KMU

Erschwerend kommt hinzu, dass es in der Bewertungspraxis, in der Literatur und Judikatur kein allgemein verbindliches Verfahren zur Bewertung von Unternehmen gibt. Unternehmensbewertungen folgen daher verschiedensten nationalen oder internationalen Standards (IDW S1 i.d.F. 2008, AWH 4.0, AICPA 2007, FEE-Standards 2001, KFS/BW 1 etc.). Auch weisen die meisten Standards darauf hin, dass die Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) – und um ein solches handelt es sich im vorliegenden Fall – eine Besonderheit darstellt. Diese Besonderheit resultiert unter anderem aus:

VERTRAULICH

- der Unternehmensgröße (weniger als 250 Mitarbeiter bzw. Umsatz kleiner 50 Mio. €)
- der begrenzten Fortführungsdauer eines Unternehmens
- der Einheit von Eigentum, Leitung, Risiko und Kontrolle
- der Personenbezogenheit der Ertragskraft sowie
- der geringen Fungibilität.¹

Es gilt daher, im KMU-Segment eine spezielle Methode anzuwenden, welche die Besonderheiten des Segments ins Kalkül zieht, um nicht sprichwörtlich mit Kanonen auf Spatzen zu schießen.

Die Prämisse dabei ist, dass die Gewinnerzielung als Zweck des Unternehmens anzusehen ist. Was trivial klingt, hat aber bewertungstechnisch gravierende Folgen, da der oft beliebte schlichte Vergleich der Aktiva mit den Passiva eines Unternehmens nur ein Anfangspunkt, eine Orientierungsgröße, bestenfalls sogar lediglich ein Mittel zum Zweck sein kann. Keinesfalls kann ein solcher Vergleich eine weitergehende Untersuchung ersetzen.

Im Allgemeinen sind Unternehmungen zweckgerichtete Kombinationen von materiellen (Gebäude, Maschinen etc.) wie immateriellen Werten (Lizenzen, Know-how, Personal, „Kultur“), die wie Puzzlesteine erst beim Zusammenfügen ein ganzes Bild ergeben. Erst ein oft komplexes Zusammenwirken ermöglicht das Erwirtschaften finanzieller Überschüsse. Häufig genügt die Störung an einem der Zacken des Puzzles und es lässt sich nicht zusammenbauen. Umgelegt auf Unternehmen: das ganze Unternehmen ist ineffizient, ja möglicherweise droht sogar die Insolvenz. Umgekehrt ist oft das simple Adaptieren an einem einzigen Stein der kritische Erfolgsfaktor, der das ganze Puzzle plötzlich leicht lösbar macht. Der Wert eines Unternehmens wird deshalb nicht durch die Werte der einzelnen Bestandteile des Vermögens und der Schulden bestimmt, sondern eben durch das Zusammenwirken aller Werte: der materiellen und heutzutage oft viel wichtiger, der immateriellen. Das stellt den Bewerter eines Unternehmens vor neue Herausforderungen, weil es nicht mehr nur die betriebswirtschaftlichen Zahlen sind, die das Bild formen. Somit muss derjenige, der die Bewertung vornimmt, einen Blick über den sprichwörtlichen Tellerrand hinauswagen können und vor allem die vielen immateriellen Assets – positive wie negative – wahrnehmen, einordnen und schließlich quantifizieren können.

Eigentümer bzw. Käufer eines Unternehmens gehen zu Recht davon aus, dass das Unternehmen eine Investition darstellt. Ziel dieser Investition ist es natürlich Gewinne für die Eigentümer zu erzielen. Und genau deshalb sollte eine Unternehmensbewertung auch nicht Einzelteile des Unternehmens bewerten, oder gar rein auf den Substanzwert abstellen – der implizit die Liquidierung des Unternehmens unterstellt –, sondern das Unternehmen als Ganzes und fortgeführtes Subjekt in den Blick nehmen. Grundvoraussetzung für ein solches Bewertungsverfahren ist daher die Prämisse, dass das Unternehmen nach der Bewertung auf unbestimmte Zeit fortgeführt wird (*Fortführungsprinzip*). Dabei ist das Bewertungsobjekt als Gesamtheit zu betrachten, alle Unternehmensbereiche tragen gemeinsam zu den zukünftigen finanziellen Überschüssen bei (Gesamtbewertung). Das bedeutet, dass z.B. Beschaffungs- und Absatzbeziehungen bzw. -märkte, Forschung und Entwicklung, Organisation, Finanzierung und Management zu erfassen, zu analysieren und zu bewerten

¹ Damit wird eingeschränkte Möglichkeit, die Firmenanteile zu verkaufen bezeichnet. So weisen z.B. die Anteile börselisteter Unternehmen eine hohe Fungibilität auf, weil diese leicht (an der Börse) zu veräußern sind.

VERTRAULICH

sind. Das Bewertungsobjekt muss dabei nicht mit der rechtlichen Abgrenzung des Unternehmens identisch sein; zugrunde zu legen ist vielmehr das nach wirtschaftlichen Kriterien definierte Bewertungsobjekt (z.B. Betriebsstätte, strategische Geschäftseinheit, Betrachtung von Mutter und Tochter als eine Einheit und nicht als zwei getrennte juristische Personen).

3.3 Anerkannte Bewertungsverfahren

Im Wesentlichen unterscheidet man heute zwei Bewertungsverfahren, die diese Prinzipien beachten: *Investitionstheoretische Verfahren* und *Vergleichswertverfahren*.

Die *investitionstheoretischen Verfahren* stützen sich meist auf das Ertragswertverfahren oder das Discounted Cash-flow-Verfahren. Dabei geht man davon aus, dass der Unternehmenswert dem Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen zukünftigen Nettozuflüsse darstellt. Die Bewertung ist daher nur sinnvoll möglich, wenn Zukunftsprognosen vorhanden sind, die zukünftige Erträge abbilden. Die Idee dahinter ist, dass ein Unternehmen auch in Zukunft Erträge generieren soll und Verfahren, die sich rein auf die Erträge der Vergangenheit stützen, künftige Potenziale nicht abdecken. Problematisch an dem Ansatz sind einerseits die Schätzungen der zukünftigen Erträge. Immerhin sind Prognosen – um mit den Worten des Komikers, Volkssängers, Autors und Filmproduzenten Karl Valentin zu sprechen – immer schwierig, vor allem dann, wenn sie die Zukunft betreffen. Andererseits ist ein nicht zu vernachlässigender Einflussfaktor der methodisch nötige Abzinsungsfaktor, der vor allem im KMU-Bereich oft nur ungenügend bestimmt werden kann, geht er doch meist von Börsenparametern (wie dem b-Faktor als Abweichung des einzelnen Unternehmens vom Markt) aus. Diese sind aber in diesem Marktsegment meist schlicht und ergreifend unerreichbar bzw. nicht verfügbar, weil KMU eben nicht börselistet sind. Diese Methoden sind daher für KMU nur beschränkt und bestenfalls nach entsprechender Adaption einsetzbar.

Die *Vergleichswertverfahren* nehmen diese Kritik der fehlenden Marktzugänglichkeit bzw. Fungibilität auf und wollen anhand von Multiplikatoren zu Umsatz oder Ertragszahlen einen Rahmen liefern. Doch auch alleine bzw. als einziges Verfahren eingesetzt, eignen sich nicht für eine profunde Bewertung, da auch sie den Nachteil des undurchsichtigen Marktes für KMU haben, denn die Multiplikatoren sind das Ergebnis empirischer Befunde abgeschlossener Transaktionen. Diese zu ermitteln setzt die Kenntnis der Transaktionen voraus.

3.4 Der MAA-Standard

Bedingt durch die beschriebenen Besonderheiten und Problemfelder, folgt die vorliegende Unternehmensbewertung zwar grundsätzlich den gängigen Standards, ist jedoch gemäß der inzwischen auch in der Literatur und Wissenschaft beschriebenen Vorgehensweise zur Bewertung von KMU angepasst und zu einem eigenen – vor allem praxisbewährten Ansatz – geworden. Die gewählte Vorgehensweise entspricht dabei den üblichen Standards insoweit, als in diesen immer ausdrücklich auf die Notwendigkeit einer Berücksichtigung von Besonderheiten bei der Bewertung von KMU hingewiesen wird.

Keine der aktuell vorhandenen Bewertungsmodelle hat sich dabei unserer Erfahrung nach als geeignet herausgestellt, um für den KMU-Sektor valide Bewertungen durchzuführen. Einige der Problemfelder wurden bereits angesprochen bzw. wird später noch auf sie in aller gebotenen Kürze eingegangen. Es hat sich als notwendig erwiesen, einen eigenen Standard zu entwickeln.

VERTRAULICH

Im Laufe der Jahre hat M&A TOP Partner unzählige Bewertungen durchgeführt und war an hunderten Verkaufsgesprächen und -verhandlungen beteiligt. Dadurch bildete sich unschätzbare Know-how bei der Frage nach dem Wert – und damit dem Ausgangspunkt des Verhandlungsprozesses – eines Unternehmens. Darauf aufbauend haben wir den MAA-Standard entwickelt. Es handelt sich dabei um ein Modell zur Bewertung von KMU, bei der ein objektiver, intersubjektiv nachprüfbarer Unternehmenswert ermittelt wird. Dies bedeutet, dass andere Bewerter unter denselben Voraussetzungen und der Verwendung gleicher Bewertungsgrundsätze zum gleichen Bewertungsergebnis gelangen und dieses Bewertungsergebnis einen realistischen, am Markt erzielbaren Wert darstellt.

Beim MAA-Standard handelt es sich um eine gewichtete Bewertung basierend auf drei anerkannten und nach unseren Erfahrungen modifizierten Bewertungsverfahren: dem relativ stark modifizierten AWH-Standard sowie modifizierter Bewertungen nach Umsatz- und EBIT-Multiplikatoren, wobei das EBIT der Reingewinn vor Zinsen und Steuern ist. Methodisch orientieren wir uns bei der Bewertung mehrheitlich am AWH-Standard. Diese vom AWH (*Arbeitskreis der wertermittelnden Berater im Handwerk*) stammende Methodik wurde zur Unternehmensbewertung speziell von KMU im Handwerksbereich entwickelt. Die Bewertungssystematik geht dabei nach dem Ertragswertverfahren vor und lehnt sich stark am IDW S1-Standard an, wurde jedoch an den Stellen modifiziert bzw. ergänzt, an denen der IDW-Standard für KMU nicht oder nur schwer anwendbar ist. Der IDW S1-Standard sind die vom Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (IDW e.V.) im Jahr 2008 veröffentlichten „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“.

Ergänzt wird die Bewertung nach dem modifizierten AWH-Standard durch Multiplikatoren-Methoden (EBIT- und Umsatz-Multiplikatoren), um Harmonisierungen zu erreichen, Spitzen abzuschleifen und ein exakteres Bild des Werts zu erhalten. Um Sondereffekte zu vermeiden, nehmen wir als Ausgangsbasis jeweils den Durchschnitt der der Bewertung zu Grunde liegenden Zahlen anstatt uns ausschließlich auf das jeweils letzte verfügbare Ergebnis zu beschränken. Dadurch ist es möglich, die Vergangenheit ebenso gut im Blick zu haben, wie die Zukunft und den Ertrag des Unternehmens klar in den Fokus zu nehmen.

Auf die kapitalmarktorientierte Bewertungsverfahren wie DCF-Methode (Discounted Cash-Flow Methode) und CAPM (Capital Asset Pricing Model) wird nicht zurückgegriffen, da sie mehr noch als z.B. der IDW S1-Standard nicht optimal auf die Spezifika der KMU angewandt werden können.

Die Ergebnisse der drei Verfahren werden mit ■ % (AWH-Standard), ■ % (EBIT-Multiplikator) und ■ % (Umsatz-Multiplikator) gewichtet und ergeben damit den fairen und am Markt realistischen Wert nach MAA-Standard. Wir wenden diese Methoden an, um – wie oben erwähnt – einen fairen und am Markt erzielbaren Wert zu ermitteln. Denn die herangezogenen Multiplikatoren ergeben sich aus erfolgreich abgeschlossenen Transaktionen der unmittelbaren Vergangenheit im gesamten deutschsprachigen Raum und bilden daher die Marktlage in der jeweiligen Branche relativ gut ab. Schließlich ist hinlänglich bekannt, dass letztlich der Markt den Preis bestimmt und nicht die eigene (Kosten-) Rechnung. Analoges gilt natürlich auch für Unternehmenstransaktionen. Eine reine Bewertung nach einer der verwendeten Verfahren ist verlockend einfach durchgeführt und wird daher von vielen Anbietern auch so angeboten und damit angepriesen, resultiert aber meist in Zahlen, die bestenfalls als grobe Orientierung fungieren können.

VERTRAULICH

Somit setzt sich der von M&A TOP Partner ermittelte Unternehmenswert zu Teil aus Modellen zusammen, die aufbauend auf der Vergangenheit die zukünftige Entwicklung extrapolierend in den Blick nimmt, und würdigt auch die aktuell am Markt für Unternehmen aus der gleichen Branche erzielten Preise.

Um es nochmals herauszustreichen: Der herausragende Vorteil des MAA-Standards ist, dass sowohl die Vergangenheit des Unternehmens, als auch die Ertragsmöglichkeiten der Zukunft verbunden mit den speziellen Risiken im KMU-Bereich in den Blick genommen und damit eine mit anderen Methoden kaum abbildbare holistische Betrachtungsweise ermöglicht wird. In unserer Praxis hat sich klar herausgestellt, dass ein Mischsystem, das die Vorteile der unterschiedlichen Verfahren nutzt und damit idealerweise die systemimmanent immer vorhandenen Nachteile der jeweiligen Methoden zu nivellieren vermag, optimal geeignet ist, einen fairen Unternehmenswert zu bestimmen.

Grund für diese Vorgehensweise ist eine weithin nicht bedachte Besonderheit: Das Problem der Planzahlen. Eine traditionelle Unternehmensbewertung setzt sowohl bei der Bewertung auf Grundlage von Einnahmenüberschüssen, als auch bei der Bewertung auf Grundlage von Ertragsüberschüssen voraus, dass aufeinander abgestimmte Plan-G&V zur Zukunftsprognose aufgestellt werden. Sollte es – aus welchen Gründen auch immer – keine solchen Planrechnungen geben, so werden Trends der Vergangenheit extrapoliert. Diese Zahlen fließen schließlich als Planzahlen in die Bewertung ein. Doch Planzahlen haftet in den meisten Fällen ein enormes Unsicherheitspotenzial an. Niemand kann wirklich in die Zukunft schauen und die politischen wie die Marktrisiken exakt quantifizieren. Dies ist aber nötig, um zu einem Wert in Euro zu gelangen. Wie hoch aber der Umsatz in den kommenden 3 Jahren, wie sich die politische und gesetzliche Lage ändert oder welche Wettbewerber auftreten und einen Preiskrieg entfachen, kann keinesfalls mit hinreichender Sicherheit und vor allem Genauigkeit bestimmt werden, weshalb Planzahlen aus unserer Sicht bestenfalls suboptimal geeignet sind, eine Aussage über den Wert des Unternehmen zu treffen. Genau dieses Problemfeld wird mit dem MAA-Standard umgangen, weshalb er sich so herausragend für die Bewertung im Segment der KMU eignet.

VERTRAULICH

4 Beauftragung

4.1 Allgemeines

Im Rahmen der betriebswirtschaftlichen Beratung wurde die M&A TOP Partner GmbH & Co KG als Unternehmensberater mit der Anfertigung der gegenständlichen betriebswirtschaftlichen Analyse und Unternehmensbewertung beauftragt. Die näheren Rahmenbedingungen der Beauftragung sind folgend aufgeführt.

4.2 Zweck der Bewertung

Die Bewertung soll zur Bestimmung des fairen Marktwertes für 100% der Anteile vorgenommen werden, um einen Ansatzpunkt für Verkaufsgespräche zu haben.

4.3 Auftraggeber

Diese Bewertung wurde im Auftrag des Geschäftsführers, Herrn Max Muster, erstellt. Im vorliegenden Fall handelt es sich also um ein Eigengutachten!

4.4 Bewertungsstichtag

Bewertungsstichtag ist der 11. Januar 2019; der letzte verfügbare Bilanzstichtag ist der 31.12.2017; für 2018 liegen Saldenlisten vor, deren wesentliche Werte zu einer rudimentären Bilanz konsolidiert wurden, obwohl die entsprechenden Abschlussbuchungen noch nicht alle vorgenommen wurden. Die Bewertung erfolgt daher auf Basis der Zahlen per 31.12.2017, die 2018er Zahlen werden aber grundsätzlich mit in Ansatz genommen.

4.5 Auskunftspersonen

Als Auskunftsperson stand uns der Auftraggeber zur Verfügung.

4.6 Erhaltene und verwendete Unterlagen und Informationen

Folgende Unterlagen wurden uns von der Auskunftsperson zur Verfügung gestellt:

- Jahresabschlüsse der Gesellschaft für 2015, 2016, 2017
- Saldenliste 1.1.–31.12.2018
- Informationen über die Kunden- und Lieferanten der Gesellschaft
- Informationen über die Mitarbeiter und die Organisation
- Informationen zu den Räumlichkeiten
- Unternehmensdarstellung (Imagefolder)

4.7 Durchführungszeitraum

Diese Unternehmensanalyse und Bewertung wurde im Zeitraum von 20.1.2019 bis 28.1.2019 durchgeführt.

VERTRAULICH

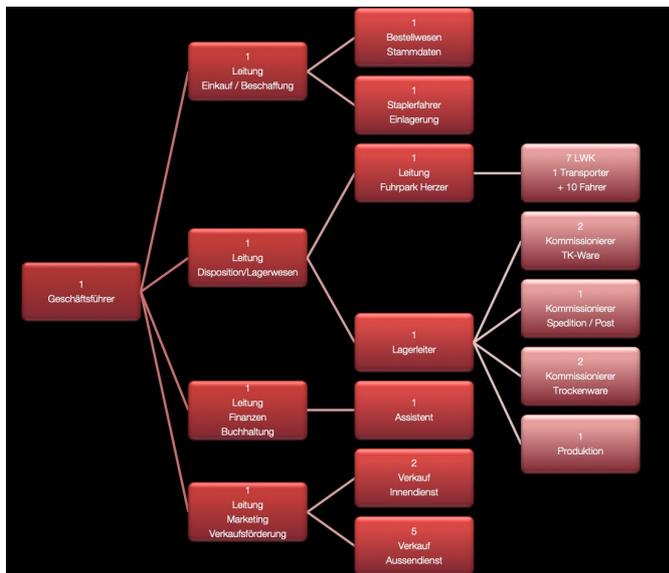
5 Bewertungsobjekt

5.1 Grunddaten

Firma	Mustermäßig GmbH
Adresse	Musterstraße 1, 1234 Musterstadt
Rechtsform	GmbH
Geschäftsjahr	1.1. – 31.12.
Geschäftsführer	Max Muster, alleinvertretungsberechtigt
Sparte	Handel
Unternehmensgegenstand	Großhandel mit sonstigen Nahrungs- und Genussmitteln
Stammkapital / einbezahlt	€ 35.000 / € 35.000
Firmenbuchnummer	123456
GISA	47110815
NACE	G.46.3
Gewerbewortlaut	freies Gewerbe: Handelsgewerbe gemäß § 103 Abs.1 lit.b Z.25 GewO 1973, beschränkt auf den Großhandel
Steuernummer	123/4567-12
UID	ATU12345678
Gesellschafter	95%: Max Muster; 5% Felicitas Muster

Abb. 1: Grunddaten des Bewertungsobjekts.

5.2 Management und Organisation



Die Gesellschaft wird von Max Muster als Geschäftsführer (auch gewerberechtlich) geführt. Weiters werden 30 Mitarbeiter (vgl. aber unten zu den LKW-Fahrern) beschäftigt, darunter auch die 2. Gesellschafterin, Frau Felicitas Muster, die das Finanzwesen verantwortet. Die Mitarbeiter sind zum größten Teil seit langen Jahren im Unternehmen tätig und bilden somit eine gute Basis für eine solide und fachlich kompetente Unternehmensentwicklung. Von der Aufbauorganisation her betrachtet, gliedert sich das Unternehmen in vier Abteilungen:

Einkauf/Beschaffung Disposition/Lagerwesen, Finanzen/Buchhaltung und Marketing/Verkaufsförderung. Die meisten Mitarbeiter (18) gibt es im Bereich Disposition/Lagerwesen, wobei die 7 LKW und 10 Fahrer von der ABC GmbH für monatlich € 69.500 angemietet werden.

VERTRAULICH

5.3 Produkte / Dienstleistungen

Die Gesellschaft ist auf die Lieferung ausgewählter Lebensmittel für Cafés, Bistros (Imbissstände) und Restaurants spezialisiert. 1974 von Johannes und Amalia Muster gegründet, ist das Musterstädter Unternehmen seit über 40 Jahren fest in Familienhand und wird, nach 20-jähriger Führung durch den Sohn der Gründer, Josef Muster, heute von Max Muster, dem Enkel des Gründerpaars geleitet. Von „A“ wie Ananas bis „Z“ wie Zucker findet sich alles im Sortiment, welches von namhaften Herstellern stammt. Dieses Sortiment besteht aus

- Fette und Öle
- Sortiment aus dem Non-food Bereich für die Gastronomie
- Sortiment aus dem F&B-Bereich für die Gastronomie
- Tiefkühlsortiment mit Fertigprodukten (Speisen und Desserts)

5.4 Marketing und Vertrieb

Der Vertrieb erfolgt über ein professionelles, seit Jahren eingespieltes und motiviertes Team, das es versteht, bestehenden Kunden immer wieder Produktinnovationen näherzubringen und das damit maßgeblich für das Umsatzwachstum verantwortlich zeichnet. Zusätzlich zur Vertriebsmannschaft wurde ein Webshop implementiert, in dem Kunden ihre Bestellungen selbst und komfortabel aufgeben können. Dadurch werden Cross-Selling-Potenziale gehoben und weitere neue Umsatzmöglichkeiten erschlossen.

Als wichtigste Marketingaktivität des Unternehmens wird der möglichst perfekte Kundensupport und das After-Sales-Service angesehen. Damit ist es gelungen, jahrzehntelange Kundenbeziehungen aufzubauen die selbst in Krisenzeiten belastbar sind. Täglich werden rund 240 Kunden mit 25 Tonnen Ware flexibel versorgt. Damit zählt das Unternehmen zu den bedeutendsten Lebensmittelgroßhändlern Österreichs.

5.5 Beteiligung

Das Bewertungsobjekt hält keine Beteiligungen.

5.6 Standort / Immobilie

Der Sitz der Gesellschaft ist in der Musterstraße, in Musterstadt und liegt für die Logistikaufgaben perfekt sowohl an der B xx, der S xx als auch an der A xx, sodass in kürzester Zeit das hochrangige Straßennetz erreicht werden kann, was die Lieferzeiten auch zu weiter entfernten Kunden reduziert.

Die vom Unternehmen genutzte Immobilie befindet sich nicht im Besitz des Unternehmens, sondern wird zugemietet. Der jährliche Mietaufwand beträgt ca. € 140.000 und kann für die Größe und Lage des Objekts als angemessen angesehen werden.

5.7 Wesentliche Verträge

Neben den üblichen Verträgen wie Miete, Telefon etc. bestehen unserer Kenntnis nach keine wesentlichen Verträge.

VERTRAULICH

5.8 Geschäftsausstattung, Fuhrpark, IT-Systeme

Wiewohl in die Geschäftsausstattung und die IT-Systeme laufend investiert wird, kann es in absehbarer Zeit zu nötigen Investitionen kommen. Als größter Einzelposten ist hier die 1999 errichtete TK-Zelle zu nennen (Aufwertung zu Kühlhaus im Jahr 2005), die seither zwar immer wieder erweitert und technisch aufgewertet wurde, aber insgesamt (historische Anschaffungskosten) knapp € 104.000 als Investitionskosten verursacht hat. Positiv anzumerken ist dabei allerdings, dass alle TK-Anlagen doppelt vorhanden sind. Diese Redundanzen ermöglichen somit im Bedarfsfall eine reibungslose Erneuerung.

Ein nicht unwesentlicher Teil der Geschäftsausstattung stammt noch aus den 1990er Jahren, Klima- und Heizgeräte aus den 2000er Jahren. Wiewohl nicht alle Gegenstände zu ersetzen wären, belaufen sich die Anschaffungskosten auf rund € 130.000, es kann daher von einem mittelfristigen Investitionsvolumen von € 60.000 bis € 70.000 ausgegangen werden.

Der Server wurde im Jahr 2016 bzw. 2017 angeschafft, im Jahr 2018 noch ein Sicherungsserver. Diese werden wohl nicht so rasch ersetzt werden müssen. Anzumerken gilt, dass das Bewertungsobjekt einen hohen Virtualisierungsgrad der IT-Systeme aufweist, was einen weltweiten Zugriff über einfache und somit kostengünstige Workstations ermöglicht. Um dies auch vom Traffic her sicherzustellen, wurden 2017 Glasfaserleitungen verlegt. Im Zuge dessen wurden auch auf 10 GB Switches erneuert. Sowohl Workstations als auch Monitore und Drucker werden laufend erneuert und sofort abgeschrieben. Die wesentlichen Softwarelizenzen (Microsoft) werden laufend gemietet. 2012 wurde ein ERP implementiert, das hausintern weiterentwickelt wird. Gemäß der Einschätzung der Geschäftsleitung sollte es in absehbarer Zeit keine wesentlichen und größeren Investitionen aus diesem Titel geben.

Insgesamt ist nach unserer Einschätzung aus dieser Position inkl. der laufenden Ersatzinvestitionen mit einem mittelfristigen Investitionsvolumen von € 100.000 bis € 120.000 zu rechnen.

6 Finanzdaten

6.1 Fundamentalanalyse mittels Quick Test

Zu Beginn der Bewertung wird eine Fundamentalanalyse anhand des Jahresabschlusses vorgenommen. Obwohl für diese Fundamentalanalyse nur vier Kennzahlen herangezogen werden, hat sich gezeigt, dass die Aussage grundsätzlich richtig ist. Würde man die Anzahl der Kennzahlen erhöhen, würde das kaum etwas am Ergebnis ändern. Mehr Kennzahlen – und später werden noch weitere aufgeführt – haben den einzigen Vorteil, dass etwaige Fehlerquellen oder Ursachen für besonders günstige oder ungünstige Entwicklungen rascher erkannt werden können. Der große Vorteil ist, dass die vier Kennzahlen der Fundamentalanalyse nicht störanfällig sind und sie das gesamte Informationspotenzial der Bilanz und der G&V weitgehend ausschöpfen. Letztlich kann man mit Hilfe dieses Quick Tests sehr rasch feststellen, ob ein Unternehmen gut oder weniger gut dasteht, oder ob es gar insolvenzgefährdet ist; letzteres ist von großer Bedeutung, da eine Unternehmensbewertung – wie erwähnt – von einer Fortführung (going concern) des Bewertungsobjekts

VERTRAULICH

ausgeht. Die vier verwendeten Kennzahlen nehmen dabei die Finanzierung, den Erfolg, die Rentabilität und die Liquidität in den Blick. Sie werden je nach Ergebnis mit Schulnoten bewertet, wobei es zwei Zwischennoten gibt: Die Note für die finanzielle Stabilität und jene für die Ertragslage des Bewertungsobjekts. Diese beiden Noten bilden dann die gewichtete Gesamtergebnisnote.

Im vorliegenden Fall zeigt sich, dass das Bewertungsobjekt eine sehr gute finanzielle Stabilität aufweist. Die Ertragslage bekommt aber nur ein genügend. Da es sich aber um ein Handelsunternehmen handelt, ist selbst die für den klassischen Quicktest nur genügende EBIT-Quote von 5,69% ein sehr guter Wert, da das oberste Quartil von Großhandelsunternehmen eine EBIT-Quote von 4,56% aufweist.² Die Cash-flow-Quote von Handelsunternehmen liegt im Schnitt bei 2,8, wodurch das Bewertungsobjekt in diesem Bereich – wiewohl die „nackten“ Zahlen ein Genügend liefern – im Hinblick auf den Branchenvergleich ein Befriedigend erreicht.³ Die revidierte Note für die Ertragslage liegt daher im vorliegenden Fall und abweichend zur „normalen“ Bewertung bei 2, die Gesamtnote bei 1,5. Somit ist es sinnvoll, mit der Bewertung fortzuschreiten, da eine Insolvenzgefahr auf Basis der Kennzahlen nicht wahrscheinlich scheint.

Quick Test	Kennzahl	Note (normal)	Note (rev.)
1. EK-Quote	47,37%	1	1
Finanzielle Stabilität		1.00	1.00
3. EBIT-Quote	5,69%	4	1
Ertragslage		4.00	2.00

Abb. 2: Quick Test auf Basis der Zahlen für 2017.
Bewertet mit „normalem“ Maßstab, angesichts der Branche wäre die Gesamtnote 1,5.

6.2 Geschäftsentwicklung

Die Gesellschaft hat in den drei Geschäftsjahren 2015–2017 in Summe ein EBIT von € 1.854.769,37 erwirtschaftet; die vorläufigen Zahlen für 2018 zeigen ein EBIT von 1.341.026,59 und erreicht damit über 7/10 des kumulierten Ergebnisses der drei vorangegangenen Jahre.

Auffallend ist die Position „LKW-Beistellung“, die im sonstigen Aufwand verbucht ist. Dieser stieg von 2015 auf 2017 von € 753.569,01 auf € 843.470,20, was einer Steigerung um 11,93% entspricht. Vergleicht man das aber mit der Steigerung der Betriebsleistung von 33,15% im gleichen Zeitraum, so kann man diesen Wert als vorteilhaft ansehen und er liefert einen Hinweis auf effiziente Logistik. In diesem Zusammenhang ist die drastische Reduktion des Frachtaufwands im Zeitraum 2015–2017 hervorzuheben, der sich von € 143.377,01 auf € 79.135,01 beinahe halbierte.

Außergewöhnlich ist die Steigerung der Betriebsleistung bei gleichzeitiger Stagnation des Werbeaufwands. Betrag dieser im Jahr 2015 € 43.818,88 so stieg er im Jahr 2017 auf € 44.136,22. Das offenbart gehöriges Umsatzpotenzial, wenn die Produkte und Leistungen des Unternehmens mehr beworben werden.

Alles in allem muss festgehalten werden, dass es sich beim Bewertungsobjekt um ein sehr effizientes Unternehmen handelt. Man kann das daran erkennen, dass der Materialaufwand annähernd gleich stark gestiegen ist wie die Betriebsleistung (33,54% gegenüber 33,15%), die anderen (betriebsinternen) Aufwände

² Vgl. Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien, Branchenreport Handel 2017, 14.

³ Vgl. Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien, Branchenreport Handel 2017, 4.

VERTRAULICH

aber alle weit unterhalb dieser Steigerungsraten zu liegen kommen. Der Personalaufwand beispielsweise ist um vergleichsweise moderate 16,46% gestiegen, der sonstige Aufwand gar um 1,99% zurückgegangen. Dies resultiert dann in einer enormen Steigerung des EBITs, das von 2015 auf 2017 förmlich raketenhaft um rund 510% anstieg. Auf Basis der vorläufigen Zahlen für 2018 ist das EBIT-Wachstum noch beeindruckender und liegt bei 811%.

Gleichzeitig offenbart dies aber auch ein Risiko für die Zukunft: Es scheint nur ungenügend zu gelingen, Kostensteigerungen der Lieferanten mit Aufschlag an die Kunden weiterzugeben und die Steigerung der Ergebnisse kommt vor allem durch Einsparungen auf der Kostenseite und weniger durch das Ausschöpfen neuer Umsatzpotenziale zustande. Hier könnte eine Verstärkung der Marketingaktivitäten und Ausweitung des geographischen Fokus der Geschäftstätigkeit große Effekte zeigen, zumal der Hauptabsatzmarkt neben österreichweit tätigen Konzernen hauptsächlich in Wien und Niederösterreich zu finden ist.

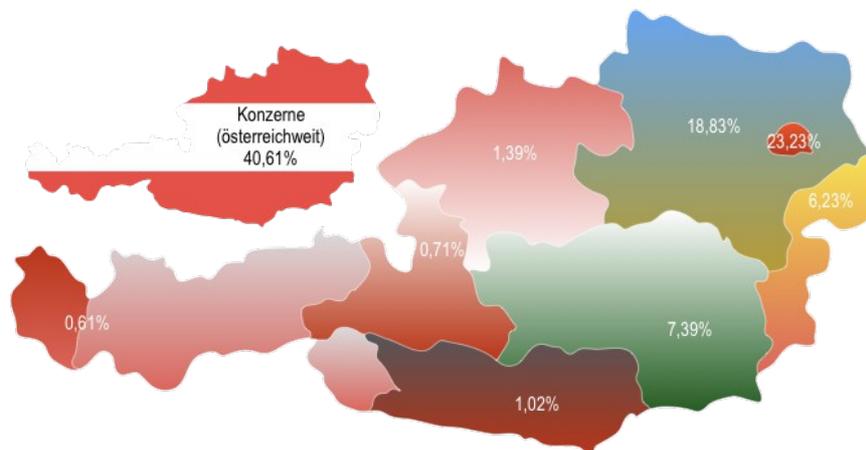


Abb. 3: Geographische Verteilung des Umsatzes.

Ein weiteres Umsatzpotenzial könnte der Export sein. Mit Kunden im EU-Raum wurde 2017 ein Umsatz von € 109.213,55 (nach € 123.235,14 in 2016) erzielt, mit Kunden aus Drittstaaten wurden überhaupt keine Umsätze generiert.

Die Kunden- und Lieferantenstruktur ist relativ ausgeglichen. Der größte Kunde weist zwar einen Umsatzanteil von rund 26% auf, doch bereits der drittgrößte Kunde kommt nur mehr auf einen Anteil von unter 2%. In Summe verteilt sich der Umsatz auf rund 2.000 Kunden.

VERTRAULICH

6.3 Gewinn und Verlustrechnung

Überdurchschnittlich ist das Umsatzwachstum. Wuchs der Lebensmittelhandel um rund 2,7%, stieg der Umsatz des Bewertungsobjekts um 8,80%. Somit konnte die Marktstellung weiter ausgebaut werden. Auch der Jahresüberschuss ist mit 2,92% der Betriebsleistung beträchtlich über dem Schnitt (2%) des österreichischen Handels angesiedelt.

Gewinn- und Verlustrechnung 1.1. bis 31.12.					
	2016	%	2017	%	Δ %
Umsatz	21.896.124,52		23.822.342,45		8,80%
so. Erträge	67.521,53	0,31%	38.687,82	0,16%	-42,70%
Betriebsleistung	21.963.646,05	100,31%	23.861.030,27	100,16%	8,64%
Materialaufwand	17.905.998,08	81,78%	19.846.813,07	83,31%	10,84%
bezogene Leistungen	91.697,34	0,42%	65.286,58	0,27%	-28,80%
Rohgewinn	3.965.950,63	18,11%	3.948.930,62	16,58%	-0,43%
Personalaufwand	1.426.698,77	6,52%	1.476.270,66	6,20%	3,47%
Löhne	224.447,95	1,03%	229.752,62	0,96%	2,36%
Gehälter	877.757,37	4,01%	871.595,42	3,66%	-0,70%
Sozialaufwand	324.493,45	1,48%	374.922,62	1,57%	15,54%
Abschreibungen	91.060,54	0,42%	86.234,02	0,36%	-5,30%
so. Aufwand	1.637.415,95	7,48%	1.489.631,94	6,25%	-9,03%
EBITDA	901.835,91	4,12%	983.028,02	4,13%	9,00%
EBIT	810.775,37	3,70%	896.794,00	3,76%	10,61%
Finanzerfolg	30.135,55	0,14%	24.158,62	0,10%	-19,83%
Ergebnis vor Steuern	840.910,92	3,84%	920.952,62	3,87%	9,52%
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	639.901,62	2,92%	696.094,70	2,92%	8,78%
Gewinnvortrag	288.847,07	1,32%	928.748,69	3,90%	221,54%
Gewinnausschüttung	0,00	0,00%	-200.000,00	-0,84%	
Bilanzgewinn	928.748,69	4,24%	1.424.843,39	5,98%	53,42%

Abb. 4: G&V für die Jahre 2016 und 2017.

6.3.1 Bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung

Besonders bei KMU spiegelt die GuV häufig nicht immer den tatsächlichen operativen Geschäftsverlauf wider. Die Ursachen sind vorwiegend eigentümerbezogene Aufwendungen bzw. Erträge, welche das operative Geschäft verfälschen. Im Vorfeld einer Unternehmensbewertung ist es daher grundsätzlich erforderlich, die historischen GuVen des analysierten Unternehmens um Einmaleffekte sowie um Aufwendungen und Erträge, die nicht aus dem operativen Geschäft stammen, zu bereinigen. Die solcherart bereinigten und geglätteten GuVen können als repräsentativ für die Ertragskraft des Unternehmens generell und über einen langen Zeitraum hinweg angesehen werden, da sie die Wirkung vorübergehender Einflüsse und individueller Verhaltensweisen der aktuellen Entscheidungsträger nicht mehr zeigen. Vielmehr legen bereinigte GuVen offen, wie sich die Ertragslage des Unternehmens durchschnittlich über einen längeren Zeitraum hinweg darstellen würde, wenn es ausschließlich nach rein kaufmännischen Gesichtspunkten und mit dem Ziel der Maximierung des ausgewiesenen Jahresüberschusses geführt würde. Im vorliegenden Fall ist aus unserer Sicht aber keine Bereinigung vorzunehmen, da alle betreffenden Werte fremdüblich angesetzt wurden.

VERTRAULICH

6.4 Bilanz

Auffallend an der Bilanz ist die relativ starke Zunahme der Bankverbindlichkeiten mit einer Fristigkeit bis 5 Jahre. Damit wurden aber im Wesentlichen die Zugänge zum Anlagevermögen von in Summe € 104.957,48 finanziert, u.a. ein VW e-Golf. Gemäß den vorläufigen Zahlen für 2018 sanken die Bankverbindlichkeiten auf € 0.

Bilanz zum 31.12.									
AKTIVA	2016	%	2017	%	PASSIVA	2016	%	2017	%
A. Anlagevermögen	191.789,41	5,75%	210.512,87	5,53%	A. Eigenkapital	963.748,69	28,88%	1.459.843,39	38,32%
Imm. Verm.	30.253,28	0,91%	22.966,43	0,60%	Nennkapital	35.000,00	1,05%	35.000,00	0,92%
Sachanlagen	151.856,13	4,55%	177.866,44	4,67%	Rücklagen	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Grundstücke	48.073,17	1,44%	48.155,55	1,28%	Bilanzgewinn	928.748,69	27,83%	1.424.843,39	37,40%
techn. Anlagen	0,00	0,00%	0,00	0,00%	B. Rückstellungen	476.767,66	14,29%	323.139,39	8,48%
BuG-Ausstattung	103.782,96	3,11%	129.710,89	3,40%	Abfertigungen	131.845,33	3,95%	126.310,47	3,32%
Finanzanlagen	9.680,00	0,29%	9.680,00	0,25%	Pensionen	0,00	0,00%	0,00	0,00%
B. Umlaufvermögen	3.145.700,65	94,25%	3.599.425,42	94,47%	sonstige	178.613,33	5,35%	169.994,92	4,46%
Vorräte	1.518.995,63	45,51%	1.854.742,66	48,68%	C. Verbindlichkeiten	1.896.762,21	56,83%	2.026.955,51	53,20%
Forderungen	1.375.995,27	41,23%	1.743.982,76	45,77%	davon Bank	2.804,39	0,08%	108.358,60	2,84%
Wertpapiere	0,00	0,00%	0,00	0,00%	davon Lieferanten	1.524.139,65	45,67%	1.586.759,64	41,65%
Kassenbestand, Bankguthaben	250.709,75	7,51%	700,00	0,02%	davon erh. Anzahlungen	255,00	0,01%	185,10	0,00%
C. und D. ARA und lat. Steuern	0,00	0,00%	0,00	0,00%	D. PRA	211,50	0,01%	0,00	0,00%
SUMME AKTIVA	3.337.490,06	100,00%	3.809.938,29	100,00%	SUMME PASSIVA	3.337.490,06	100,00%	3.809.938,29	100,00%

Abb. 5: Übersichtsbilanzen zum 31.12.2016 und 2017.

Die Höhe der Vorräte entspricht in etwa dem Umsatz für einen Monat. Somit ist der Anstieg des Standes an Vorräten zum Bilanzstichtag ein gutes Indiz für steigende Umsätze im Januar des Folgejahres – was auf Basis der Zahlen 2018 auch für den Bilanzstichtag 31.12.2017 der Fall ist. Erfreulich ist die für einen Großhändler überdurchschnittlich hohe Eigenkapitalquote von 38,32%; der Durchschnitt der Branche liegt bei ca. 31%.

6.4.1 Nettoverschuldung

Die Nettoverschuldung gibt an, wie hoch die Verschuldung eines Unternehmens ist, sofern alle Verbindlichkeiten durch kurzfristige Vermögenswerte getilgt würden. Die Nettoverschuldung wird aus dem zinstragenden Fremdkapital abzüglich der flüssigen Mittel berechnet. Pensions- und Abfertigungsrückstellungen werden dem zinstragenden Fremdkapital zugerechnet.

Die Nettoverschuldung wird vom Brutto-Unternehmenswert abgezogen. Übersteigen die kurzfristigen Vermögenswerte die zinstragenden Verbindlichkeiten, ist die Nettoverschuldung negativ und somit dem Unternehmenswert zuzurechnen.

Die Gesellschaft hat zum 31.12.2017 Bankverbindlichkeiten in Höhe von € 108.358,60. Dem stehen liquide Mittel in Höhe von € 700 gegenüber. Addiert man hier noch die anderen entsprechenden Positionen hinzu, so gelangt man zur Nettoverschuldung des Bewertungsobjekts in Höhe von € 291.184,26, die schließlich vom Unternehmenswert abgezogen wird.⁴

6.4.2 Nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Die Gesellschaft besitzt kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen, daher ist auch keine entsprechende Bereinigung vorzunehmen.

⁴ Auf Basis der vorläufigen Zahlen für 2018 ergäbe sich gar eine Nettoverschuldung von rund € -530.000, die letztlich dem Unternehmenswert hinzuzuzählen wäre. Somit wäre der schließlich in Pkt. Fehler: Referenz nicht gefunden ausgewiesene Wert um rund € 822.000 zu erhöhen.

VERTRAULICH

6.5 Jahresabschlusskennzahlen

Kennzahlen des Geschäftsjahres 2017	
Umsatz	23.822.342
Bilanzsumme	3.809.938
Cash-flow (netto)	603.843
Free Cash-flow	498.885



Ergebniskennzahlen	2015	2016	2017	2018	Entwicklung
Umsatz	17.997.000	21.906.125	23.822.342	23.591.513	
Betriebsleistung	17.920.500	21.963.646	23.861.030	23.751.753	
EGT	171.300	840.911	920.953	1.371.788	
EBII	147.200	810.775	896.794	1.341.027	
Nettogewinn (LÜberschuss)	129.300	639.902	696.095	1.166.711	
Bilanzkennzahlen	2015	2016	2017	2018	Entwicklung
EK-Quote	30,45%	30,30%	30,33%	27,87%	
EK-Quote	79,85%	71,12%	61,68%	52,63%	
Verschuldungsgrad	396,29%	246,28%	160,98%	111,11%	
Umlaufintensität	92,52%	94,25%	94,47%	94,47%	
Rentabilitätskennzahlen	2015	2016	2017	2018	Entwicklung
EK-Rentabilität	33,80%	87,25%	63,09%	64,51%	
EBIT-Marge	0,82%	3,70%	3,76%	5,69%	
EBIDTA-Marge	1,24%	4,12%	4,13%	5,77%	
Umsatzrentabilität (ROS)	0,72%	2,92%	2,92%	4,95%	
Roherttrag / Bruttomarge	16,80%	18,06%	16,55%	19,38%	
Personalintensität	7,09%	6,52%	6,20%	6,01%	
Materialintensität	83,36%	82,20%	83,59%	81,20%	
Schuldenskennzahlen	2015	2016	2017	2018	Entwicklung
Zinsdeckungsgrad	26,76	130,80	100,84		
Kapitaldienstrendenz	180300	700.826,61	558.170,10		

Abb. 6: Konsolidierte Darstellung wesentlicher Jahresabschluss-Zahlen.

Die Zahlen für 2018 sind nur bedingt aussagekräftig, da sie aus der Saldenliste konsolidiert wurden und noch wesentliche Abschlussbuchungen zum Bewertungszeitpunkt fehlen. Sie werden aber aus Illustrationsgründen hier angeführt, weil die Geschäftsentwicklung im Jahr 2018 sehr vorteilhaft war und einen Hinweis auf die weitere Entwicklung zulässt.



7 Kapitalisierungszins

Wie bereits in Pkt. Der MAA-Standard ausgeführt, sind übliche Bewertungsmethoden, welche in der Regel für größere (oft auch börsennotierte) Unternehmen konzipiert sind, speziell bei KMU nur bedingt anwendbar. Der Jahresabschluss eines Unternehmens spiegelt die Finanz- und Ertragslage zum Stichtag, also der Vergangenheit wider und lässt nur bedingt Rückschlüsse auf die künftige Entwicklung zu. Eine reine vergangenheitsorientierte Bewertung z.B. anhand von Multiplikatoren kann aber eine realistische Bewertung nicht abgeben,⁵ da ein potentieller Käufer eines Unternehmens u.a. vor der Entscheidung steht, ob er seine Mittel in ein Unternehmen oder eine Kapitalanlage am Kapitalmarkt investiert. Es ist daher ein Blick in die Zukunft und die möglichen künftigen Erträge nötig. Prognosen für die Zukunft sind aber mit Risikofaktoren behaftet, deren Bewertung neben der betriebswirtschaftlichen Analyse eine wesentliche Grundlage für die Ermittlung des Unternehmenswertes darstellt. Im Falle von KMU sind noch weit mehr Risikofaktoren in Ansatz zu bringen, als sie bei anderen Ertragswertmodellen zum Einsatz kommen. Das Ergebnis einer solchen Analyse stellt aber auch für den Eigentümer ganz losgelöst von einer möglichen Verkaufstransaktion wichtige Informationen für eine wertsteigernde Optimierung seines Unternehmens dar.

Unternehmerische Zukunftsprognosen bedingen das Vorhandensein valider Planungszahlen für die künftige Unternehmensentwicklung. Gerade im KMU-Bereich gibt es aber häufig keine fundierte Unternehmensplanung, weshalb wir analog zum AWH-Standard für die Ermittlung des Ertragswertes Vergangenheitsergebnisse in die Zukunft prognostizieren und somit unabhängig von Planzahlen werden. Dafür ist eine Diskontierungssatz nötig, damit künftige Erträge zu heutigen Werten bewertet werden können. In den Diskontierungssatz werden Risiken für die Zukunft mit eingerechnet, da der Zinssatz den Preis für Risiko darstellt. Es ergibt sich somit ein risikobereinigter Barwert der künftig zu erzielenden Gewinne. Dieses Vorgehen ermöglicht einem Käufer auch einen Vergleich mit anderen potenziellen Kaufobjekten, da das individuelle Risiko in die Bewertung einfließt und es somit einen vergleichbaren Kaufpreis gibt.

Was theoretisch schwer fassbar ist, wird anhand eines Beispiels deutlich: Ein Käufer steht vor der Alternative, Unternehmen A oder Unternehmen B zu erwerben. Beide Unternehmen erwirtschaften in den kommenden Jahren einen Gewinn von € 100.000, jedoch hat Unternehmen A höhere Risiken als Unternehmen B (mehr dazu später bei den Risikofaktoren). Alleine aus diesem Gesagten wird deutlich, dass ein risikoloserer Gewinn von € 100.000 interessanter ist als einer in gleicher Höhe, der aber mit mehr Risiko behaftet ist. Um dies auch zahlenmäßig zum Ausdruck zu bringen, wird der risikolose Basiszinssatz um Risikofaktoren erhöht (die Summe bildet den Kapitalisierungszinssatz). Dies führt im vorliegenden Beispiel zu einem Wert von € 60.000 für Unternehmen A und € 80.000 für Unternehmen B. Damit wird auf den ersten Blick deutlich, dass Unternehmen B mehr wert ist, da es die € 100.000 Gewinn mit weniger Risiko erwirtschaften kann. Der Preis für dieses Risiko sind € 20.000, verglichen mit € 40.000 für Unternehmen A. Je nach Risikoneigung des Käufers kann er nun entscheiden, einen etwas höheren Preis für weniger Risiko oder einen geringeren Preis zu bezahlen, dafür aber ein höheres Risiko einzugehen.

⁵ Dieses Problem wird oft so umgangen, indem man die Multiplikatoren auf die prognostizierten EBIT- und Umsatzzahlen anwendet. Man bekommt damit zwar eine Art von Zukunftsbetrachtung, jedoch hat das den gravierenden Nachteil der Prognoseunsicherheit, wie er bereits oben detailliert (vgl. Pkt. Problematik bei der Bewertung von KMUDer MAA-Standard bis Der MAA-Standard) beschrieben wurde.

VERTRAULICH

Die Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes ist ein ebenso zentraler wie kritischer Punkt bei der Ermittlung des Unternehmenswertes. Bei KMU scheidet die Anwendung standardisierter, kapitalmarktbezogener Risikoprämien aus. Betriebs-spezifische Risikofaktoren und die Inhaberabhängigkeit, die auch nach dem Verkauf noch eine gewisse Zeit nachwirkt, verlangen eine betriebsindividuelle Beurteilung. Die einzelnen Komponenten sind daher ihrem Grunde und ihrer Höhe nach durch den Berater zu bewerten.

Der Kapitalisierungszinssatz besteht dabei aus dem Basiszinssatz, der um die betriebsindividuellen Risikofaktoren erhöht wird. Die Risikofaktoren werden durch entsprechende Risikozinssätze ins Auge genommen und beeinflussen damit direkt den Ertragswert, also den Wert des Unternehmens. Es liegt in der Natur der Sache, dass die Bestimmung der Zinssätze keine klar objektivierbare Unternehmung ist und sie das Ergebnis langjähriger Erfahrung darstellt. Theoretischer Hintergrund ist der, dass der Zinssatz am Markt der Preis für Risiko ist: Je höher, desto größer ist das Risiko. Höhere Zinssätze, also höhere Risiken, bedeuten einen höheren Abzinsungsfaktor künftiger Ertragsersparungen und dienen damit der Bewertung der Unsicherheiten, die sich im Marktumfeld ergeben – vgl. Sie dazu bitte das obige Beispiel. Für unseren Ansatz nehmen wir sowohl quantitative wie auch qualitative Risikofaktoren in unsere Berechnung auf.

Dabei gilt es zu beachten, dass ein dergestalt ermittelter Kapitalisierungszins häufig kapitalmarktorientierte Zinssätze übertrifft, da er sowohl den Zukunftsbezug als auch die Inhaberabhängigkeit beinhaltet. Der Wert nähert sich der US-amerikanischen Bewertungspraxis der Präferenzierung marktwertorientierter Multiplikatoren-Verfahren an, wie folgender Tabelle zu entnehmen ist. Die „klassischen“ KMU werden danach hauptsächlich in die Risikokategorie 3 bis 5 einzuordnen sein; der Risikozuschlag addiert sich zum Basiszins:

Kategorie	Kennzeichen des Unternehmens	Risikozuschlag
1	Etabliertes Geschäft, gute Marktposition, gutes Management, stabile Erträge in der Vergangenheit, vorhersehbare Zukunft	6 – 10%
2	Genauso wie Kategorie 1, jedoch ist die Branche wettbewerbsintensiver	11 – 15%
3	Firmen in sehr wettbewerbsintensiven Branchen, mit wenig Eigenkapital und wenig erfahrenem Management, aber mit guten Erfolgen in der Vergangenheit	16 – 20%
4	Kleine Firmen, die von den Kenntnissen von ein oder zwei Personen abhängen oder große Firmen in stark zyklischen Branchen mit geringer Vorhersehbarkeit	21 – 25%
5	Kleine personenbezogene Dienstleistungsfirmen mit einem einzelnen Eigentümer-Unternehmer	26 – 30%

Abb. 7: Risikokategorien bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen.
(vgl. Behringer, Unternehmensbewertung der Klein- und Mittelbetriebe, S. 152, Erich Schmidt Verlag 1999).

7.1 Basiszinssatz

Als Basiszinssatz wird die von der Oesterreichischen Nationalbank veröffentlichte umlaufgewichtete Durchschnittsrendite für österreichische Bundesanleihen zugrunde gelegt. Dieser Zinssatz wird als risikoloser Zinssatz angesehen, da man davon ausgeht, dass eine Investition in Staatsanleihen einer risikolosen Investition am nächsten kommt. Dass dies in Ausnahmefällen (Stichwort Staatspleite) nicht gültig ist, steht auf einem anderen Blatt. Herangezogen wird der zum Bewertungsstichtag letztverfügbare Wert. Der Abschlag einer Geldentwertungsrate (Inflationsrate) ist in der Literatur strittig. Der AWH-Standard sieht vor, dass dieser Wert

VERTRAULICH

bereits im Basiszins seinen Niederschlag findet. Der solcherart für die Bewertung des Bewertungsobjekts ermittelte Zinssatz beträgt 0,237% und wird auf 2 Nachkomastellen (also 0,24%) gerundet.

7.2 Quantitative Risikofaktoren

Bei den quantitativen Risikofaktoren handelt es sich um jene, die man mit einem Zahlenwert messen und in die weitere Berechnung einfließen lassen kann. Sie nehmen unterschiedliche Bereiche, die sich für einen Käufer – oder den auf Optimierung bedachten Eigentümer – ergebnisbeeinflussend auswirken können, in den Blick und liefern damit einen Beitrag zur Berechnung des Unternehmenswertes, bei dem man eben diese Risiken in den Preis einbezieht, also einpreist.

7.2.1 Immobilitätszuschlag

Dieser Risikozuschlag wird im Bereich von 0–3% angesiedelt und berücksichtigt die geringere Fungibilität (Möglichkeit zum Kauf bzw. Verkauf) des Betriebsvermögens gegenüber einer reinen Kapitalanlage. Da es sich beim Bewertungsobjekt um eine GmbH in einem sehr kompetitiven Umfeld handelt, wird ein Wert oberhalb der Mitte der Bandbreite angenommen, was einen Risikozuschlag von 2,00% ergibt.

7.2.2 Personenabhängigkeit

Dieser Faktor (zwischen 0 und 2%) berücksichtigt einen übermäßigen Einfluss von Einzelpersonen im Betrieb (z.B. Know-how-Träger). Dieser Faktor darf nicht mit dem Faktor Personalstruktur und Inhaberabhängigkeit vermischt werden! Im vorliegenden Fall ergibt sich durch die gut ausgebildeten Mitarbeiter, die teilweise alleine in ihren Bereichen tätig sind, ein anzusetzender Risikowert von 1,00%.

7.2.3 Branchenkonjunktur

Hier werden öffentlich zugängliche Prognosen und Statistiken zur Branche in Betracht gezogen. Ausgehend von ständig steigenden Umsätzen im Lebensmittelhandel sehen die Konjunkturaussichten sehr gut aus, wenn auch das Umfeld sehr kompetitiv ist. Wir gehen daher von einem Faktor unterhalb des Mittelwertes der entsprechenden Bandbreite von 0-2% aus und bemessen ihn mit 0,80%.

7.2.4 Produkt- und Leistungsangebot

In diesem Bereich gilt es, einen Blick auf die Qualität und Attraktivität des betrieblichen Angebotes sowie den Produkt- oder Technologie-Lebenszyklus zu werfen. Da die Logistik sehr ausgefeilt ist und die Marktposition vor allem im Osten Österreichs als dominant bezeichnet werden kann, bestimmt sich ein Risikozuschlag von 0,75% (max. 2%).

7.2.5 Kundenabhängigkeit

Hier wird die Kundenstruktur und die Abhängigkeit von einzelnen Kunden in den Fokus genommen. Dieser Faktor liegt im Bereich von 0–3%. Aufgrund der geringen Abhängigkeit von einzelnen Kunden – wie erwähnt gibt es zwar einen sehr großen Kunden, aber die anderen Kunden sind alle sehr kleinteilig strukturiert, ergibt sich eine gute Risikostreuung. Der hier zum Ansatz kommende Wert ist mit 0,80% quantifiziert.

7.2.6 Standort und Wettbewerb

Der Standort ist gerade im Handel von zentraler Bedeutung. Hauptkriterium im Großhandel ist die vorhandene Infrastruktur, die mit der direkten Nähe zur Autobahn als nahezu ideal angesehen werden kann.

VERTRAULICH

Die Behauptung im Markt ist als sehr gut anzusehen, was nicht zuletzt die enormen Umsatzsteigerungen in den Jahren 2015 bis 2017 belegen. Daher wird hier innerhalb der Bandbreite von 0–2% ein Wert von 0,80% angenommen.

7.2.7 Personalstruktur

Die Altersstruktur, Betriebszugehörigkeitsdauer, Qualifikation (Fortbildung), besonderer Kündigungsschutz und übertarifliche Verpflichtungen haben natürlich Auswirkungen auf die künftige Geschäftsentwicklung und werden mit diesem Faktor (0–2%) in den Blick genommen. Auf Basis der aktuellen Situation werden hier 0,40% angesetzt.

7.2.8 Betriebsausstattung

Wenn die Geschäftsausstattung bzw. die Maschinen veraltet sind und es somit einen Investitionsstau gibt, hat das nachteilige Auswirkungen auf die künftige Entwicklung. Im vorliegenden Fall ist die technische Ausstattung auf dem Stand der Zeit. Investitionsbedarf gibt es bei der Geschäftsausstattung. Bei einer Bandbreite von 0–2% kommen hier 1,00% zum Ansatz.

7.2.9 Sonstige oder betriebsspezifische Risiken

Hier geht es um Gewährleistungs- und Reparaturpflichten, die sich auf Basis des Geschäftsmodells nicht ergeben. Dennoch werden hier 0,80%, bei einer Bandbreite von 0–2% als eine Art Residualrisikofaktor angesetzt.

7.2.10 Inhaberabhängigkeit

Bei KMU ist ein großes Thema die Abhängigkeit vom Inhaber (Geschäftsführer). Er hat meist das Unternehmen gegründet und trägt das meiste Know-how und hat die meisten Kundenbeziehungen. Daher ist dieser Faktor von entscheidender Bedeutung und hat auch wesentlich höhere Bandbreiten: 0–10% geringe, 11–20% mittlere und 21–30% große Abhängigkeit. Im vorliegenden Fall scheint die Abhängigkeit dank der guten Unternehmensorganisation nicht so enorm zu sein, weshalb der Faktor am unteren Ende Bandbreite für mittleres Risiko bei 12,00%, angesetzt wird.

7.2.11 Kapitalisierungszinssatz

Die Inbetrachtziehung und Quantifizierung der Risikofaktoren ergibt somit einen Zuschlag von 20,35% auf den Basiszinssatz, der anhand der Daten der Oesterreichischen Nationalbank (Umlaufgewichtete Durchschnittsrendite für Bundesanleihen⁶) zum Bewertungsstichtag, gerundet auf 2-Nachkommastellen, bestimmt werden kann. Für den 11.01.2019 betrug dieser Wert 0,237%, weshalb hier 0,24% angesetzt werden. Daraus ergibt sich ein Kapitalisierungszinssatz von 20,59%.

⁶ <https://www.oenb.at/isaweb/report.do?lang=DE&report=2.11.1>

VERTRAULICH

Elemente des Kapitalisierungszinssatzes	Aufschlag
Basis-Zinssatz	0,24%
+ Immobilitätszuschlag (0 - 3 %)	2,00%
+ Personenabhängigkeit (0 - 2%)	1,00%
+ Branchenkonjunktur (0 - 2%)	0,80%
+ Produkt- und Leistungsangebot (0 - 2%)	0,75%
+ Kundenabhängigkeit (0 - 3%)	0,80%
+ Standort und Wettbewerb (0 - 2%)	0,80%
+ Personalstruktur (0 - 2%)	0,40%
+ Betriebsausstattung (0 - 2%)	1,00%
+ Sonstige oder betriebspezifische Risiken (0 - 2%)	0,80%
+ Inhaberabhängigkeit*	12,00%
= Kapitalisierungszinssatz	20,59%

Abb. 8: Zusammenschau der den Kapitalisierungszinssatz bildenden Risikofaktoren.

7.3 Qualitative Risikofaktoren

Die qualitativen Risikofaktoren sind meist eine nähere Spezifikation der qualitativen Faktoren und dienen zur Bewertung der jeweils gewählten konkreten Risikozuschläge, wie sie oben dargestellt wurde. Auch sie nehmen unterschiedlichste Risikosituationen des Unternehmens in den Blick und runden das zahlenmäßige Bild ab.

7.3.1 Ertragskraft des Unternehmens

Sowohl die Umsätze als auch die Gewinne in den Jahren 2015–2017 sind kontinuierlich gestiegen, im Jahr 2018 kam es zu einer leichten Umsatzreduktion, die aber allem Anschein nach mit einem höheren Gewinn einherging. Die Unternehmensleitung hat also mehr als richtig auf die geringfügig schlechtere Marktpage reagiert. Sehr positiv macht sich in diesem Rahmen der Verzicht auf eine eigene LKW-Flotte bemerkbar, da die Kosten für die zugekauften Kapazitäten in einem moderaten Rahmen bleiben und jedenfalls rein variable Kosten darstellen. Die genauen Verträge sind uns nicht bekannt, aber es ist davon auszugehen, dass bei einer Reduktion des Bedarfs eine Reduktion der zugekauften Kapazitäten leicht realisierbar ist, während eine eigene Flotte nur schwer bis mit teils hohen Abschlägen veräußerbar wäre.

7.3.2 Kapitalstruktur

Die Kapitalstruktur ist als sehr positiv anzusehen und Eigenkapitalquote ist beträchtlich im Steigen. Von 2015 auf 2017 verdoppelte sie sich beinahe von 20,15% auf 38,32% und stellt damit einen guten Polster gegen wirtschaftliche Unbilden dar.

7.3.3 Unternehmensorganisation

Die Organisation des Unternehmens ist als vorbildlich zu bezeichnen, es gibt klare Kompetenzaufteilungen. Im Zuge einer (geographischen) Expansion wird es aber wohl auch zur Erweiterung des Personalstandes kommen müssen. Einschränkend muss hier erwähnt werden, dass in manchen Bereichen eine klare Doppelbesetzung (Stellvertretung) nicht ausnehmbar ist.

VERTRAULICH

7.3.4 Markt

Der Lebensmittelmarkt ist als sehr kompetitiv und konzentriert anzusehen. Wenige Player dominieren den Einzelhandel. Auch der Lebensmittelgroßhandel ist ein sehr umkämpfter Markt, zumal in der Gastronomie. Viele kleine Kunden (die traditionellen Restaurants) scheiden aus dem Markt aus, große „industrielle“ Ketten, die zentral beliefert werden, drängen auf ihn. Daher auch die weiteren Standbeine im Bereich Café, Bistro und Großküchen. Dies führt zu einer Vielzahl kleinerer Kundenbeziehungen, die in Summe einen stark diversifizierenden Effekt haben und wo keiner ein ausreichendes Einkaufsvolumen aufweist, welches die Margen signifikant negativ beeinflussen könnte. Gleichzeitig stellt dies eine Eintrittsbarriere für neue Mitspieler am Markt dar. Die Anzahl der Konkurrenten ist überschaubar, zu den größten zählt zweifelsohne Pfeiffer.

Die jahrzehntelange Marktpräsenz, eine starke Kundenbindung mit oft langjährigen Stammkunden, perfekter Kundenservice, herausragende Logistiklösungen, hohe Markteintrittsbarrieren und die Zusammenarbeit mit Lieferanten qualitativ hochwertiger Produkte sichern die Marktposition auf der qualitativen Seite nachhaltig ab, offenbaren aber auch entsprechende Risikopotenziale, wenn es in diesen kritischen Segmenten (vor allem im Bereich des Service und der Lagerlogistik) zu negativen Änderungen kommt.

7.3.5 Vertrieb

Der Vertrieb erfolgt über ein professionelles, seit Jahren eingespieltes und motiviertes Team, dem es immer wieder gelingt, bestehenden Kunden Produktinnovationen näherzubringen und damit für das beeindruckende Wachstum verantwortlich zeichnet. Dieses Positivum offenbart auch eine Schwäche, da vieles von den Vertriebsmitarbeitern abhängt. Dieses Risiko kann derzeit nur marginal durch die Etablierung eines Webshops abgedeckt werden. In diesem Webshop können Kunden ihre Bestellungen selbst und komfortabel aufgeben, was die Kosten des Vertriebes reduziert und gleichzeitig die Möglichkeit für Cross-Selling-Potenziale und weitere neue Umsatzmöglichkeiten eröffnet.

7.3.6 Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells

Das Geschäftsmodell vor allem mit der Diversifikation in andere Bereiche ist nachhaltig erfolversprechend. Mit einer prudenten Ausweitung des geographischen Geschäftsradius ist mit weiteren Steigerungen des Umsatzes und des Marktanteils zu rechnen.

7.3.7 Produktlebenszyklus

Restaurants, Cafés und Bistros (Imbissstände) wird es wohl immer geben, auch wenn der Vormarsch von beinahe industriell produzierenden Gastronomiebetrieben nicht aufzuhalten scheint. Dem wird aber durch das Angebot von Tiefkühlware, die etwas weniger als 50% des Produktportfolios ausmachen, entgegengewirkt.

7.3.8 Anfälligkeit gegen staatliche Eingriffe

Gegen Eingriffe des Staates ist wohl jede Branche nicht gewappnet, die Eintrittswahrscheinlichkeit solcher Eingriffe scheint aber im vorliegenden Falle eher gering zu sein. Ob der Trend zu mehr Bio bei Lebensmitteln sich mittelfristig auch legislativ auswirkt, kann aktuell nicht gesagt werden. Doch ist davon auszugehen, dass hier entsprechende Maßnahme der Geschäftsleitung ergriffen werden können; möglicherweise wäre dies sogar mit einer Steigerung der Umsätze verbunden.

VERTRAULICH

7.3.9 Konjunkturabhängigkeit

Eine Konjunkturabhängigkeit des Geschäftsmodells ist nur bedingt auszumachen, die monatlichen Umsätze sind relativ konstant, weshalb es zu keinen nennenswerten Liquiditätsprobleme in einzelnen Monaten kommen sollte.

7.4 Zusammenfassende Beurteilung der Risikofaktoren

Der kritischste Erfolgsfaktor ist die Aufrechterhaltung der weichen Vertriebs- und Servicefaktoren. Sofern diese auf dem aktuellen Niveau gehalten werden können und das Management weiterhin so umsichtig in der Führung des Unternehmens und der Mitarbeiter ist, scheint einer weiteren positiven Geschäftsentwicklung nichts im Wege zu stehen. Selbst der angenommene absehbare Investitionsbedarf in die Geschäftsausstattung ist leicht durch Innenfinanzierung darstellbar und wird das Unternehmen nicht in ernste finanzielle Schwierigkeiten bringen.

8 Unternehmensbewertung – Berechnungen

Wie in Punkt Der MAA- erwähnt, erfolgt die Bewertung nach der MAA-Methode. Das Ergebnis ist ein gewichteter Wert aus modifiziertem AWH-Standard, Umsatz- und EBIT-Multiplikator. Der sich aus diesen drei unterschiedlichen Bewertungsverfahren ergebende Unternehmenswert stellt den Wert des Unternehmens auf Basis Share-Deal dar und ist damit ein Ausgangspunkt für Verhandlungen. Da die Finanzierung des Bewertungsobjekts keine Auswirkungen auf diesen so ermittelten Wert hat, sind eventuell zum Zeitpunkt der Verhandlungen vorhandene Forderungen oder Verbindlichkeiten gegenüber den Gesellschaftern oder das Stammkapital zum Kaufpreis entsprechend zuzurechnen oder in Abzug zu bringen.

Im Anhang (Pkt. Anhang: Parameter und Berechnungsschritte) werden die Parameter der Berechnung sowie die einzelnen Bewertungsschritte aufgeführt um die Ergebnisse nachvollziehen zu können. Zu erwähnen ist dabei, dass der zu erwartende gewichtete betriebswirtschaftliche Gewinn der gewichtete (das aktuellste Geschäftsjahr wird mit dem Faktor 4, das älteste mit dem Faktor 1 gewichtet) Jahresüberschuss der letzten vier Geschäftsjahre ist. Er weist somit in die Zukunft und gibt damit das Potential basierend auf der Dynamik der Entwicklung in den vergangenen Jahren wieder. Finanzmathematisch handelt es sich dabei ebneso wie beim erwartenden gewichteten EBIT nicht um eine Prognose des Gewinns bzw. des EBITs in die Zukunft, sondern es stellt fianzmathematisch die ewige Rente des gewichteten Jahresüberschusses bzw. des gewichteten EBITs dar.

VERTRAULICH

9.5 Gesamtbewertung



Bewertung nach MAA-Standard, untere gewichtete Grenze: €
7.422.202



Bewertung nach MAA-Standard, obere gewichtete Grenze:
€ 8.404.396



Unternehmenswert nach MAA-Standard (gerundet): € 7.900.000

VERTRAULICH

10 Anhang: Kennzahlen-Glossar

Kennzahlen, errechnet aus der Bilanz und/oder der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV), informieren in konzentrierter Form über wichtige betriebswirtschaftliche Sachverhalte wie Vermögens- und Finanzierungsstruktur, Kosten- und Ertragsstruktur, Liquidität, Produktivität sowie Ertrags- und Innenfinanzierungskraft. Die Informationen aus dem Jahresabschluss werden somit in verdichteter und gleichzeitig auch transparenter Form dargestellt.

Aus der Fülle der Kennzahlen haben wir eine repräsentative Auswahl getroffen, die es dem Leser erlauben, sich einen guten Eindruck über das Bewertungsobjekt zu machen. Im folgenden Glossar werden die Kennzahlen in der Reihenfolge, wie sie in der Bewertung aufgeführt sind, dargestellt und erläutert.

Ein Hinweis sei noch erlaubt: Wir errechnen die Kennzahlen nach bestem Wissen und Gewissen, können aber keine Haftung für die Richtigkeit übernehmen, wiewohl wir besondere Sorgfalt an die Berechnung anlegen.

Umsatz: Umsatz bzw. Umsatzerlöse entsprechen den kumulierten Verkaufserlösen der Produkte oder Dienstleistungen eines Unternehmens. Der Umsatz lässt sich als Produkt aus Absatzmenge \times Preis für alle Produkte berechnen; Erlösschmälerungen wie z.B. Rabatte, Boni oder Skonti werden vom Umsatz abgezogen. Die Umsatzsteuer geht nicht mit ein — es handelt sich in der GuV um den Nettoumsatz.

Bilanzgewinn: Bilanzgewinn ist ein handelsrechtlicher Begriff, der keineswegs identisch ist mit dem tatsächlich im Geschäftsjahr entstandenen Gewinn. Ein Bilanzgewinn kann selbst dann noch ausgewiesen werden, wenn ein Verlust entstanden ist. Ein Bilanzgewinn entsteht nur dann, wenn die Bilanz nach teilweiser Ergebnisverwendung aufgestellt wurde. Entscheidend für den Ausweis eines Bilanzgewinns ist der Zeitpunkt der Bilanzaufstellung. Ist zum Zeitpunkt der Bilanzaufstellung der Beschluss zur Gewinnverteilung noch nicht gefasst und sind auch keine Ergebnisverwendungen durch Satzung oder Gesetz vorgeschrieben, steht der gesamte Jahresüberschuss zur Verteilung an. Der Bilanzgewinn entspricht dann dem Jahresüberschuss zuzüglich des aus dem Vorjahr übernommenen Gewinnvortrages.

Bilanzsumme: Die Bilanzsumme bezeichnet die Summe des Vermögens bzw. der Aktiva und auch die Summe des Kapitals bzw. der Passiva eines Unternehmens. Alternativ werden auch die Begriffe Gesamtvermögen bzw. Summe Aktiva und Gesamtkapital bzw. Summe Passiva verwendet. Üblicherweise wird die Bilanzsumme in der Bilanz eines Unternehmens jeweils „unter dem Strich“ auf der Aktiv- und Passivseite angegeben.

Cash-flow (brutto): Der Begriff Cash-flow bezeichnet im Falle eines positiven Werts den Mittelzufluss (den Zufluss liquider Mittel, kurz: Geldzufluss) bzw. im Falle eines negativen Werts den Mittelabfluss während einer Abrechnungsperiode, z.B. eines Geschäftsjahrs. Der Cash-flow als betriebswirtschaftliche Kennzahl beantwortet die Frage: „Wieviel Geld (und nicht: wieviel Gewinn) wurde erwirtschaftet?“ bzw. "Wie hoch ist der Saldo aus Einzahlungen und Auszahlungen?". Der Cash Flow zeigt damit die Finanzkraft bzw. Innenfinanzierungskraft eines Unternehmens an: je mehr Geld das Unternehmen selbst erwirtschaftet, desto weniger muss es von anderen (z.B. Bankkredite) aufnehmen.

VERTRAULICH

Cash-flow (netto): Der Netto Cash-flow ist der um Steuern und Ausschüttungen sowie um Rücklagenbewegungen bereinigte Cash-flow. Der Netto Cash-flow wird auch als Maßstab dafür herangezogen, wie die Unternehmung künftig die Investitionen aus Überschüssen selbst finanzieren kann. Diese Selbstfinanzierungskraft wird über das Verhältnis von Netto Cash-flow zu den Investitionsausgaben gemessen.

Free Cash-flow: Der Free Cash-flow ist der Teil des operativen Cash-flows, der nach Abzug der Nettoinvestitionen z.B. für Ausschüttungen und Tilgungen zur Verfügung steht. Allerdings ist der Free Cash-flow nicht wirklich „frei“ (verfügbar), da ja Fremdkapital üblicherweise nach einem festen Tilgungsplan zurückgezahlt werden muss; er dient somit in erster Linie als Bewertungsmaßstab über die finanzielle Stabilität. Er verdeutlicht, wie viel Geld für die Ausschüttungen der Anteilseigner und/oder für eine Tilgung der Fremdfinanzierung verbleibt. Das Ausmaß des nachhaltigen Free Cash-flows ist für Kreditinstitute ein Indikator für die Rückzahlungsfähigkeit von Krediten und wird deshalb oft bei der Kreditwürdigkeitsprüfung als Berechnungsgrundlage des Schuldendienstdeckungsgrads verwendet.

Netto-CF-Marge: Mit dem Verhältnis von Cash-flow der operativen Tätigkeit zu den Umsatzerlösen kann ermittelt werden, wieviel Prozent dem Unternehmen von den Umsatzerlösen für Investitionen und Schuldentilgungen bzw. Dividendenzahlungen zur Verfügung stehen.

Betriebsleistung: Die Betriebsleistung ist das Resultat der Produktion von Gütern oder Dienstleistungen eines Unternehmens. Sie ist das Ergebnis aus Umsatz, \pm Bestandsveränderungen + aktivierte Eigenleistungen. In der Bilanzanalyse kommt der Gesamtleistung insbesondere bei lagerintensiven Unternehmen eine höhere Aussagekraft zu als den Umsatzerlösen.

Bruttogewinn (Rohertrag): Differenz zwischen Umsatzerlösen und Waren- bzw. Materialeinsatz. Er lässt sämtliche Kosten und sonstigen Erträge unberücksichtigt, weshalb er auch als Bruttomarge bezeichnet wird. Im Handel entspricht der prozentuale Rohertrag der Handelsspanne. Der Bruttogewinn zeigt an, wie hoch maximal die Fixkosten sein dürfen, damit noch Gewinne entstehen.

EGT (Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit): Mit dem EGT wird eine Unterscheidung zwischen operativem Geschäft und außerordentlichen Ergebnissen ermöglicht. Als „gewöhnliches Geschäft“ gelten die ständig vorkommenden, unternehmenstypischen Geschäfte im Rahmen des Kerngeschäfts. Durch das EGT kann man erfahren, ob und inwieweit ein Gewinn oder Verlust durch außerordentliche bzw. einmalige Effekte entstanden ist und es ermöglicht somit einen Blick auf eine nachhaltigere Ergebnisentwicklung.

EBIT: Das EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes* „Gewinn vor Zinsen und Steuern“), das auch als operatives Ergebnis bezeichnet wird, sagt etwas über den Gewinn eines Unternehmens in einem bestimmten Zeitraum aus und bezeichnet den um Zinsen und Steuern bereinigten Jahresüberschuss bzw. -fehlbetrag.

EBITDA: EBITDA ist die Abkürzung für Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization. Das bedeutet „Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen auf Sachanlagen und Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände“. Es ist somit eine Beschreibung der operativen Leistungsfähigkeit vor Investitionsaufwand (operativer Gewinn). Das EBITDA wird zur Unternehmensbewertung, der Bewertung der

VERTRAULICH

Kreditwürdigkeit von Unternehmen, bei der Bemessung gewinnabhängiger Managementgehälter und in der Finanzkommunikation. Wegen der eingeschränkten Aussagekraft werden dabei oft noch weitere Kennzahlen berücksichtigt. Kritikwürdig an dieser Kennzahl ist, dass weder Abschreibungen auf (möglicherweise überbewertete) Vermögensgegenstände noch die Kapitalkosten für die Finanzierung werden berücksichtigt, weshalb sich dadurch Verlustsituationen verschleiern lassen.

Nettogewinn (J-Überschuss): Der Jahresüberschuss ist die sich aus der GuV ergebende positive Differenz aus Erträgen und Aufwendungen einer Rechnungsperiode. Ein negativer Jahresüberschuss heißt Jahresfehlbetrag. Beide Erfolgsgrößen werden auch unter dem neutralen Begriff Jahresergebnis zusammengefasst. Der Jahresüberschuss ist ein Gewinn nach Steuern, der an die Anteilseigner einer Kapitalgesellschaft ausgeschüttet oder einbehalten (thesauriert) werden kann. Personengesellschaften ermitteln keinen Jahresüberschuss, sondern einen Gewinn, den die Gesellschafter individuell versteuern.

EK-Quote: Die Eigenkapitalquote bezeichnet den Anteil des Eigenkapitals am Gesamtkapital (Bilanzsumme), ausgedrückt in %. Sie ist einer der Indikatoren für das Risiko und die Bonität eines Unternehmens: eine hohe Eigenkapitalquote (im Umkehrschluss: eine geringe Verschuldung) verringert das Insolvenzrisiko aus Überschuldung und Zahlungsunfähigkeit — verringert aber u.U. auch die Eigenkapitalrentabilität.

FK-Quote: Die Fremdkapitalquote bezeichnet den Anteil des Fremdkapitals am Gesamtkapital, ausgedrückt in %. Die Fremdkapitalquote lässt somit eine Aussage über die Verschuldung eines Unternehmens zu. Mit einer hohen Fremdkapitalquote steigt das Risiko des Unternehmens, da mit steigender Verschuldung sowohl das Risiko einer Zahlungsunfähigkeit als auch einer Überschuldung zunehmen. Positiv wirkt hingegen u.U. der Leverage-Effekt (Hebelwirkung des Fremdkapitals auf die Eigenkapitalrentabilität: durch den Einsatz von Fremdkapital – anstelle von Eigenkapital – kann die Eigenkapitalrendite für die Eigentümer gesteigert werden).

Verschuldungsgrad: Der Verschuldungsgrad bezeichnet das Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital, ausgedrückt in %. Der Verschuldungsgrad stellt eine zur Fremdkapitalquote alternative oder diese ergänzende Kennzahl dar, die über die Kapital- bzw. Finanzierungsstruktur bzw. die Verschuldung eines Unternehmens informiert. Je höher der Verschuldungsgrad, desto riskanter ist das Unternehmen aufgestellt – allerdings steigert ein hoher Verschuldungsgrad aufgrund des Leverage-Effekts (Hebelwirkung des Fremdkapitals auf die Eigenkapitalrentabilität: durch den Einsatz von Fremdkapital – anstelle von Eigenkapital – kann die Eigenkapitalrendite für die Eigentümer gesteigert werden) in der Regel die Eigenkapitalrentabilität.

Vermögensintensität: Die Vermögensintensität gibt das Verhältnis zwischen Anlagevermögen und Umlaufvermögen wieder. Bei anlagenintensiven Unternehmen (produzierendes Gewerbe, Transport-, Infrastruktur- und Telekommunikationsunternehmen) überwiegt das Anlagevermögen, im Handel und Baugewerbe das Umlaufvermögen.

Umlaufintensität: Die Umlaufintensität zeigt an, wie hoch der Anteil des Umlaufvermögens am Gesamtvermögen in einem Unternehmen ist. Die Umlaufintensität gibt Auskunft darüber, wie lange das Umlaufvermögen im Unternehmen verweilt. Eine hohe Umlaufintensität ermöglicht es, sich in stärkerem Umfang mit kurzfristigem Fremdkapital zu finanzieren, da das Umlaufvermögen in der Regel eine kurze Verweildauer im Unternehmen hat. Eine hohe Umlaufintensität ermöglicht dem Unternehmen schnelle Reaktionen sowohl auf konjunkturelle Veränderungen als auch auf eine Veränderung der Beschäftigungslage.

VERTRAULICH

Sie ist ein Indiz für einen guten Umgang mit den vorhandenen Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen. Hohe Lagerbestände tragen zu einer Steigerung der Umlaufintensität bei.

EK-Rentabilität: Die Eigenkapitalrentabilität bzw. Eigenkapitalrendite als eine Form der Kapitalrentabilität bezeichnet die – sich i.d.R. von Jahr zu Jahr verändernde – „Verzinsung“ des eingesetzten Eigenkapitals, ausgedrückt in %. Durch den sogenannten Leverage-Effekt (Hebelwirkung des Fremdkapitals auf die Eigenkapitalrentabilität: durch den Einsatz von Fremdkapital – anstelle von Eigenkapital – kann die Eigenkapitalrendite für die Eigentümer gesteigert werden) kann die Eigenkapitalrendite erhöht werden. Die Eigenkapitalrendite entspricht nicht zwingend der Rendite des Eigenkapitalgebers, z.B. des Gesellschafters – dessen Rendite ist davon abhängig, was er für seine Anteile bezahlt hat.

GK-Rentabilität: Die Gesamtkapitalrentabilität bzw. Gesamtkapitalrendite als eine Form der Kapitalrentabilität gibt die „Verzinsung“ des gesamten in einem Unternehmen eingesetzten Kapitals, das sich aus Eigenkapital und Fremdkapital zusammensetzt, an. Die Gesamtkapitalrendite beantwortet die Frage: „wie rentabel arbeitet das gesamte im Unternehmen eingesetzte Kapital?“.

EBIT-Marge: Die EBIT-Marge drückt aus, welches operative Ergebnis durch einen Jahresumsatz erzielt worden ist. EBIT-Margen sagen auch mittelbar etwas über den Wettbewerb in einer Branche aus, da monopolartige Strukturen tendenziell größere Preisfreiheiten zulassen und deshalb höhere EBIT-Margen erzielt werden können. Kostengünstig produzierende Unternehmen haben größere Vorteile, höhere EBIT-Margen zu erzielen als Unternehmen mit hohem Kostenblock. Hohe Ertragskraft weisen – branchenabhängig – Unternehmen mit einer EBIT-Marge von über 15 % auf, während bei EBIT-Margen von weniger als 3 % hohe Rentabilitätsrisiken vorhanden sind.

EBITDA-Marge: Die EBITDA-Marge spiegelt das Verhältnis des EBITDA zum Umsatz wider. Damit stellt die EBITDA-Marge eine abgewandelte Form der Umsatzrentabilität dar, die Ergebnisbeiträge aus dem Finanzergebnis, dem außerordentlichen Ergebnis und den Steuern unberücksichtigt lässt. Dadurch werden Unternehmen mit unterschiedlicher Finanzierungsstruktur und einer länder- und rechtsformabhängigen Steuerbelastung vergleichbar.

ROCE: Abkürzung für „*Return On Capital Employed*“, also auf deutsch „*Ergebnis auf das eingesetzte Kapital*“. Als eingesetztes Kapital wird beim ROCE lediglich langfristiges Kapital betrachtet, bestehend aus Eigenkapital und langfristigem Fremdkapital (z.B. Anleihen, Bankdarlehen, Pensionsrückstellungen). Als Ergebnis wird regelmäßig das EBIT verwendet — dadurch handelt es sich beim ROCE um eine Vorsteuerrendite. Der ROCE ist – neben dem ROI bzw. der Gesamtkapitalrentabilität – ein Maßstab für die Kapitalrendite eines Unternehmens.

Umsatzrentabilität (ROS): Die Umsatzrentabilität bzw. Umsatzrendite (*Return On Sales, ROS*) ist das Verhältnis von Gewinn (Jahresüberschuss nach Steuern) zu Umsatz. Die in Prozent ausgedrückte Umsatzrentabilität ist ein Maßstab für die Effizienz eines Unternehmens, da sie das, was vom Umsatz nach Abzug der Aufwendungen übrig bleibt – den Gewinn – ins Verhältnis zum Umsatz setzt. Die durchschnittliche Umsatzrendite ist von Branche zu Branche sehr unterschiedlich. Auch mit niedrigen Umsatzrenditen können – bei entsprechend hohem Kapitalumschlag – hohe Kapitalrenditen erzielt werden.

VERTRAULICH

Kapitalumschlag: Der Kapitalumschlag gibt an, wie oft das Gesamtkapital über den Umsatz umgeschlagen wird, ist also das Verhältnis von Umsatz zu Gesamtkapital. Ein Kapitalumschlag von 2 bedeutet z.B., dass ein Unternehmen für jeden als Kapital eingesetzten Euro einen Umsatz von 2 Euro erwirtschaftet. Je höher der Kapitalumschlag ist, desto besser ist die Kapitalrendite.

Return on Investment (RoI): Der RoI misst den Ertrag/Gewinn im Verhältnis zur Investitionssumme. Der RoI wird oftmals mit der Gesamtkapitalrentabilität gleichgesetzt, ist aber die umfassendere Bezeichnung, da neben der Kapitalrendite eines ganzen Unternehmens auch die Renditen einzelner Investitionen bzw. Projekte gemessen werden.

Rohertrag / Bruttomarge: Differenz zwischen Umsatzerlösen und Waren- bzw. Materialeinsatz. Er lässt sämtliche Kosten und sonstigen Erträge unberücksichtigt, weshalb er auch als Bruttomarge bezeichnet wird. Im Handel entspricht der prozentuale Rohertrag der Handelsspanne. Der Bruttogewinn zeigt an, wie hoch maximal die Fixkosten sein dürfen, damit noch Gewinne entstehen.

Nettomarge: Im Gegensatz zur Bruttomarge werden bei der Nettomarge nicht nur die Herstellkosten, sondern auch alle übrigen Aufwendungen (zum Beispiel Zinskosten, Verwaltungskosten) vom Umsatz abgezogen. Damit beziffert die Nettomarge letztendlich den prozentualen Anteil des Unternehmensgewinns am Umsatz und wird deshalb auch häufig als Umsatzrendite bezeichnet. Eine Nettomarge von zehn Prozent bedeutet, dass dem Unternehmen von je 100 Euro Umsatz nach Abzug aller Kosten zehn Euro übrig bleiben.

Personalintensität: Die Personalintensität (auch Personalaufwandsquote) zeigt das Verhältnis von Personalaufwendungen zur Betriebsleistung. Mit jedem EUR Betriebsleistung (vereinfacht Umsatz) sind durchschnittlich x EUR Personalaufwand verbunden. Der Personalaufwand ergibt sich aus Löhnen, Gehältern und Sozialaufwand.

Materialintensität: Die Materialintensität zeigt das Verhältnis zwischen dem Materialaufwand (Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen sowie bezogene Leistungen) und der Gesamtleistung. Die Materialintensität spiegelt die Wirtschaftlichkeit des Materialeinsatzes wider. Eine besonders hohe Quote über 50% ist ein Indiz, dass viele Teile für die Herstellung eines Produkts zugekauft werden. Eine geringe Materialintensität steht für viel Eigenfertigung im Unternehmen. Die Materialintensität ist eine wichtige Kennzahl, da der Materialaufwand meistens der größte oder zweitgrößte Posten der GuV und damit ein Indikator für die Wirtschaftlichkeit eines Unternehmens ist.

Herstellungintensität: Die Herstellungintensität entspricht dem Prozentsatz der anfallenden Herstellungskosten (Personal- und Materialkosten) je einen Euro Umsatz.

Zinsdeckungsgrad: Der Zinsdeckungsgrad (*Debt Burden Level* oder *Interest Service Cover Ratio ISCR*), auch Zinslastquote bezeichnet, gibt das Verhältnis der Zinsaufwendungen und Cashflow oder Jahresüberschuss wieder. Diese Kennzahl bewertet die Schuldentragfähigkeit. Ist der Zinsdeckungsgrad hoch, dann besteht ein niedriges Kreditrisiko und umgekehrt. Umso höher der Zinsdeckungsgrad, desto leichter können die Zinsaufwendungen mit dem operativen Geschäft bedient werden. Der Zinsdeckungsgrad verschlechtert sich nicht nur bei einer Erhöhung der Schulden, sondern bei gleichbleibenden Schulden auch durch eine – nicht steuerbare – Erhöhung des Zinsniveaus. Er bringt zum Ausdruck, dass die vom Schuldner zu tragenden Zinsen durch diesen in irgendeiner Art verdient werden müssen.

VERTRAULICH

Kapitaldienstgrenze: Die Kapitaldienstgrenze ist eine Kennzahl, die den maximal tragbaren Kapitaldienst angibt. Anders als beim Zinsdeckungsgrad geht es hier nicht nur um die Fähigkeit, die Zinsen zu bedienen, sondern auch das ausgeliehene Kapital zu tilgen. Dies wird mit der Kapitaldienstgrenze ausgedrückt. Der Kapitaldienst sollte nie die Kapitaldienstgrenze übersteigen, da sonst Zins- und Tilgungsleistungen nur durch Abbau des Vermögens oder durch zusätzliches Eigen- oder Fremdkapital bezahlt werden können. Falls dies nicht möglich ist, droht die Zahlungsunfähigkeit (Illiquidität).

VERTRAULICH