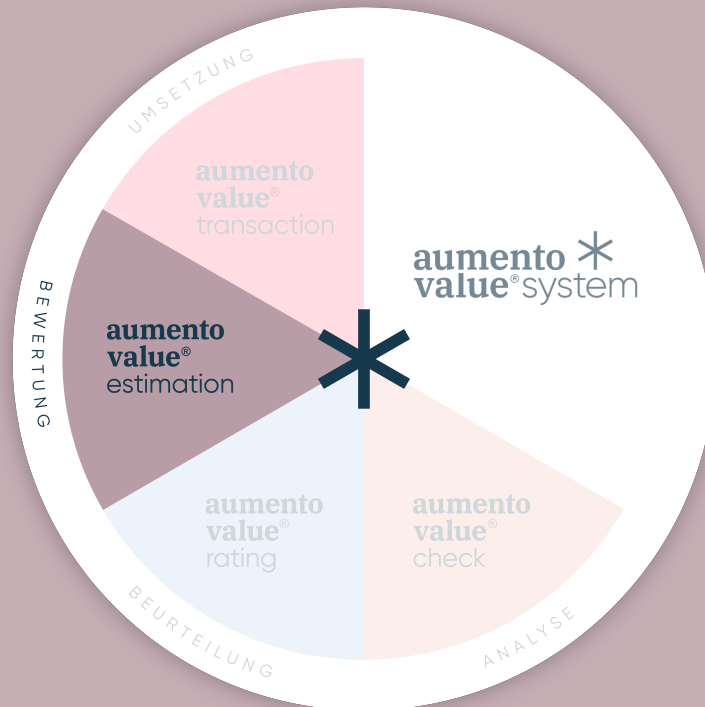




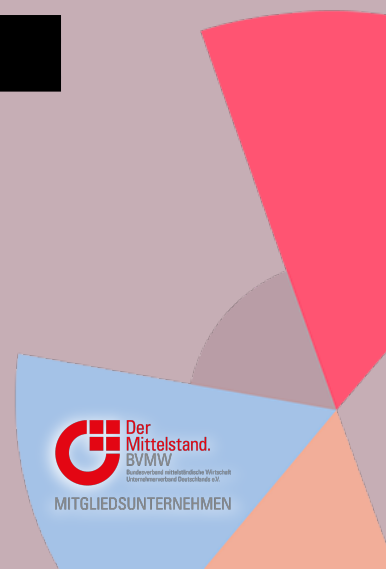
Betriebswirtschaftliche Analyse Unternehmensbewertung



Projekt 

Baierbrunn, am 10. Februar 2023

VERTRAULICH



Inhaltsverzeichnis

1	Vorbemerkungen	8
1.1	Zur Auftragserteilung	8
1.2	Zum Stichtag der Analyse und Bewertung	8
1.3	Zur Unternehmensbewertung an sich	8
1.4	Zur Ausgangslage	8
2	Methodische Bemerkungen	9
2.1	Allgemeines	9
2.2	Problematik bei der Bewertung mittelständischer Unternehmen	10
2.3	Anerkannte Bewertungsverfahren	11
2.3.1	Investitionstheoretische Verfahren	11
2.3.2	Vergleichswertverfahren	12
2.3.3	Defizite der Methoden	12
2.4	Die aumento value® estimation	12
2.4.1	Vorbemerkungen	12
2.4.2	Kurzbeschreibung	13
2.5	Vergleichbarkeit durch adaptierte Zahlen	15
2.5.1	Quantifizierung der nicht-monetären Faktoren	16
2.5.2	Adaption der Bilanz	16
2.5.3	Adaption der GuV	16
3	Beauftragung	17
3.1	Allgemeines	17
3.2	Zweck der Bewertung	17
3.3	Auftraggeber	17
3.4	Bewertungsstichtag	17
3.5	Auskunftspersonen	17
3.6	Erhaltene und verwendete Unterlagen und Informationen	17
3.7	Durchführungszeitraum	17
4	Bewertungsobjekt	18
4.1	Grunddaten	18
4.2	Überblick über das Bewertungsobjekt	18
4.3	Standort	19
4.4	Unternehmensstruktur	20
4.5	Management und Organisation	20
4.6	Produkte / Dienstleistungen	21
4.7	Marketing und Vertrieb	21
4.8	Kundenstruktur	21
4.9	Geschäftsausstattung, Fuhrpark, IT-Systeme	21
4.10	Wesentliche Verträge	22
4.11	Unternehmenskultur und identifizierte Soft Facts	22
4.12	Branchenbetrachtung	23
4.12.1	Allgemein	23
4.12.2	Hauptkonkurrenten	25
5	Kapitalisierungszins	27
5.1	Basiszinssatz	28
5.2	Branchenbezogene Risikofaktoren	28
5.3	Betriebliche Risiko- und Chancenfaktoren	29
5.4	Immobilitätszuschlag	29
5.5	Zusammenschau des Kapitalisierungszinssatzes	30
6	Finanzdaten	31

VERTRAULICH

6.1	Fundamentalanalyse mittels Quick Test.....	31
6.2	Geschäftsentwicklung	32
6.3	Gewinn- und Verlustrechnung.....	33
6.3.1	Bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung.....	34
6.4	Bilanz.....	34
6.4.1	Bereinigte Bilanz.....	36
6.5	Nicht betriebsnotwendiges Vermögen und Nettoverschuldung.....	36
6.6	Aktivierung des Werts der Unternehmenskultur	36
7	Unternehmensbewertung – Berechnungen.....	38
7.1	Bestimmung der Ausgangswerte	38
7.2	Unternehmenswert.....	38
7.3	Wert der Unternehmenskultur (aktivierbare Soft Facts)	39
8	Anhang I: Bewertungsschema des Quick Tests	40
9	Anhang II: Kennzahlen-Glossar.....	41



Abbildungsverzeichnis

Abb. 1:	Einfluss nicht-monetärer Faktoren auf Unternehmenstransaktionen (Kauf/Verkauf).....	15
Abb. 2:	Grunddaten des Bewertungsobjekts.....	18
Abb. 3:	Qualitäts- und Biozertifikate	19
Abb. 4:	Blick auf den Unternehmensstandort und Lage.	19
Abb. 5:	Unternehmensstruktur.	20
Abb. 6:	Aufbauorganisation.....	20
Abb. 7:	Zusammenhang zwischen Unternehmenskultur und Unternehmenserfolg.....	22
Abb. 8:	Absatz von Tiefkühlkost in Deutschland in den Jahren 1989 bis 2021 in Mio. t.	23
Abb. 9:	Tiefkühlprodukte im 10-Jahresvergleich 2011/2021.....	24
Abb. 10:	Absatz im TK-Markt nach Absatzkanälen.	24
Abb. 11:	Umsatz mit Tiefkühlkost in Deutschland in den Jahren 1989 bis 2021 (in Mrd. EUR).....	25
Abb. 12:	Bestimmung der branchenbezogenen Risikofaktoren.	29
Abb. 13:	Bestimmung der Chancen-Ab- und Risiko-Zuschläge.	29
Abb. 14:	Bestimmung des Immobilitätszuschlags.	30
Abb. 15:	Zusammenschau der den Kapitalisierungszinssatz bildenden Risikofaktoren.	30
Abb. 16:	Quick Test auf Basis der Jahresabschlusses 2019–2022.	31
Abb. 17:	Entwicklung der EBITDA und der EBIT-Marge 2019–22.	32
Abb. 18:	Mitarbeiterproduktivität.	33
Abb. 19:	GuV für die Geschäftsjahre 2019 bis 2022.....	34
Abb. 20:	Übersichtsbilanzen zum 31.12.2019, 2020, 2021 und 2022.....	35
Abb. 21:	Adaptierte Übersichts-Bilanz zum 31.12.2022.....	37
Abb. 22:	Adaptierte Übersichts-GuV 2022.....	37
Abb. 23:	Bewertungsschema des Quick Tests.....	40

Hinweis

Aus Gründen der leichten Lesbarkeit wird auf eine geschlechtsspezifische Differenzierung, wie z.B. BewerberInnen verzichtet. Stattdessen wird durchgängig die männliche Form benutzt. Im Sinne der Gleichbehandlung sind diese Bezeichnungen als nicht geschlechtsspezifisch zu betrachten, sondern schließen alle Formen gleichermaßen ein.

VERTRAULICH

Zusammenfassendes Bewertungsurteil

Ausgehend von den uns zur Verfügung gestandenen Unterlagen und Informationen, unter Berücksichtigung der Nettoverschuldung und des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens, der Bereinigung der Bilanzen und Gewinn- und Verlustrechnungen sowie basierend auf unseren Analysen und unseres Ansatzes der **aumento value**® estimation im Kontext der Würdigung nicht-monetärer Einflussfaktoren ergibt sich der folgende Unternehmenswert der

[REDACTED]

[REDACTED]

Unternehmenswert nach aumento value® estimation (Enterprise Value – gerundet) **2.000.000 €**

*

Hinsichtlich der Quantifizierung der **Unternehmenskultur (Soft Facts)** identifizierten wir den

aktivierbaren Wert der Unternehmenskultur mit **306.059 €**
Das sich daraus ergebene adaptierte EBIT betrüge *552.498 €*

Identifizierte und bewertungsrelevante Unternehmenskultur (Werttreiber)

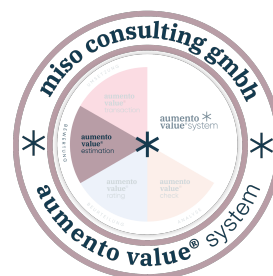
- * gut eingespieltes und erfahrendes Team
- * hohe Mitarbeiterzufriedenheit
- * hohe Kundenzufriedenheit
- * gutes Klima im Unternehmen

Zudem zeichnet sich das Unternehmen durch seine **Zertifizierungen (Qualität und Bio)**, seine **gute Positionierung** bei den Kunden, seinem **breiten und tiefen Kunden- und Produktportfolio** sowie **geringen Abhängigkeiten** sowohl von **Lieferanten** als auch von **Kunden** und der **Etablierung einer Eigenmarke** aus.

Das Bewertungsobjekt ist ein interessantes Investitionsobjekt, insbesondere für einen strategischen Investor aus dem Tiefkühlwaren-Segment respektive dem Lebensmittelgroßhandel. Ganz besonders eignen würde sich das Unternehmen für ein solches aus dem TK-Fleisch- bzw. Fischbereich, da diese ihr Sortiment deutlich erweitern könnten.

Baierbrunn, am 10. Februar 2023

[Signature]
miso consulting gmbh



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 miso consulting gmbh bzw. **aumento value** 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 3 genannten Zweck verwenden. Eine darüberhinausgehende Verwendung, insbesondere Textänderungen, eine auszugsweise Verwendung oder eine Veröffentlichung der Unternehmensbewertung sind nicht zulässig. Jede Ermittlung eines Unternehmenswertes unterliegt subjektiven Kriterien. 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 miso consulting gmbh bzw. **aumento value** oder einem ihrer Vertreter ist nicht möglich. Diese Aus- und Bewertung umfasst insgesamt 45 Seiten.

Nicht-monetäre Faktoren des Unternehmens

Die Unternehmenskultur, also die nicht-monetären Faktoren des Unternehmens, haben einen Einfluss auf den Unternehmenswert und gehen über den Kapitalisierungszinssatz (vgl. Pkt. 5, Seite 27) in dessen Berechnung ein.

Elemente des Kapitalisierungszinssatzes

Elemente des Kapitalisierungszinssatzes	
Basiszinssatz	2,350 %
branchenbezogene Risiken	13,38 %
Chancenabschläge	-3,734 %
Risikozuschläge	2,181 %
Immobilitätszuschlag	1,50 %
Risikozuschläge	13,331 %
Kapitalisierungszinssatz	15,681 %

Aspekte der branchenbezogenen Risiken

Aspekt		
Lebensalter des Unternehmens	34 Jahre	0,29 %
personenbezogenes Dienstleistungsgeschäft	☐	0,50 %
einzelner Eigentümer-Unternehmer	☒	5,00 %
Position im relevanten Markt	★ • • • •	4,50 %
Wettbewerbsintensivität der Branche	★★★★★	4,21 %
Erfahrung des Managements	★★★★★	0,50 %
Unabhängigkeit der Branche vom Zyklus	★★★★★	-0,30 %
Vorhersehbarkeit des Geschäfts	★★★★★	-0,70 %
Unabhängigkeit von einzelnen Mitarbeitern	★★★★★	-0,62 %
Branchenbezogene Risikofaktoren		13,38 %

Betriebliche Chancen-Ab- bzw. Risiko-Zuschläge auf Basis des Unternehmens-Analysebogens

	Chancen- abschlag	Risiko- zuschlag
I. Inhaber	-0,278 %	
II. Geschäft		1,345 %
III. Kunden	-1,212 %	
IV. Mitarbeiter / Personal	-2,244 %	
V. Finanzen		0,836 %
Summe	-3,734 %	2,181 %
Total	-1,553 %	

Immobilitätszuschlag

Unternehmensform	Zuschlag
☐ Einzelunternehmen	5 %
☐ Personengesellschaft	4,5 %
☐ Verein	4,5 %
☐ Genossenschaft	4 %
☐ Mischform (Co KG)	3 %
☒ GmbH	1,5 %
☐ AG (nicht börsennotiert)	0,5 %
☐ AG (börsennotiert)	0 %

Jahresabschlusskennzahlen

Die wesentlichen Jahresabschlusskennzahlen (basierend auf den bereinigten Zahlen) sowie die adaptierten Werte für das letzte Geschäftsjahr zeigen folgendes Bild.

adaptierte Kennzahlen 2022	
Wert der Unternehmenskultur	306.059 €
adaptiertes EBITDA	568.451 €
adaptiertes EBIT	552.498 €
adaptierter Nettogewinn	417.645 €
adaptierter Bilanzgewinn	1.272.109 €
adaptiertes Eigenkapital	1.374.368 €
adaptierte Bilanzsumme	1.998.757 €



Ergebniskennzahlen	2019	2020	2021	2022	Ø 2019/22	2022 – adaptiert
Umsatz	2.189.331 €	1.749.032 €	2.034.183 €	2.946.537 €	2.229.770 €	2.946.537 €
Betriebsleistung	2.191.982 €	1.803.558 €	2.149.616 €	3.057.425 €	2.300.645 €	3.363.483 €
Bruttogewinn (Rohertrag)	890.360 €	717.369 €	912.828 €	1.230.987 €	937.886 €	1.537.046 €
EBITDA	115.702 €	11.895 €	145.298 €	262.392 €	133.822 €	568.451 €
EBIT	112.960 €	-24.198 €	106.916 €	246.439 €	110.529 €	552.498 €
EGT	127.830 €	-5.042 €	131.590 €	267.430 €	130.452 €	573.489 €
Nettogewinn (J-Überschuss)	90.207 €	-5.560 €	94.208 €	194.049 €	93.226 €	417.645 €
Bilanzgewinn	765.817 €	760.257 €	854.465 €	1.048.514 €	857.263 €	1.272.109 €

Bilanzkennzahlen	2019	2020	2021	2022	Ø 2019/22	2022 – adaptiert
Eigenkapital	868.075 €	862.516 €	956.723 €	1.150.772 €	959.522 €	1.374.368 €
Anlagevermögen	5.202 €	11.240 €	80.111 €	64.158 €	40.178 €	370.217 €
Fremdkapital	432.010 €	449.259 €	495.291 €	541.925 €	479.621 €	624.389 €
Umlaufvermögen	1.294.170 €	1.299.465 €	1.370.795 €	1.627.548 €	1.397.994 €	1.627.548 €
Bilanzsumme	1.300.085 €	1.311.774 €	1.452.015 €	1.692.698 €	1.439.143 €	1.998.757 €
EK-Quote	66,77 %	65,75 %	65,89 %	67,98 %	66,60 %	68,76 %
FK-Quote	33,23 %	34,25 %	34,11 %	32,02 %	33,40 %	31,24 %
Verschuldungsgrad	49,77 %	52,09 %	51,77 %	47,09 %	50,18 %	45,43 %
Vermögensintensität	0,40 %	0,86 %	5,84 %	3,94 %	2,76 %	22,75 %
Umlaufintensität	99,54 %	99,06 %	94,41 %	96,15 %	97,29 %	81,43 %
Working Capital	1.170.307 €	1.270.050 €	1.276.470 €	1.501.383 €	1.304.552 €	1.501.383 €
Working-Capital-Ratio 1	1.044,84 %	4.417,62 %	1.453,27 %	1.290,01 %	2.051,43 %	1.290,01 %
Working-Capital-Ratio 2	944,84 %	4.317,62 %	1.353,27 %	1.190,01 %	1.951,43 %	1.190,01 %
Liquidität I (Cash Ratio)	90,92 %	285,61 %	61,80 %	103,34 %	135,42 %	103,34 %
Liquidität II (Quick Ratio)	1.041,86 %	4.686,56 %	1.609,46 %	1.415,21 %	2.188,27 %	1.415,21 %
Liquidität III (Current Ratio)	1.132,78 %	4.972,17 %	1.671,27 %	1.518,54 %	2.323,69 %	1.518,54 %

Rentabilitätskennzahlen	2019	2020	2021	2022	Ø 2019/22	2022 – adaptiert
EK-Rentabilität	13,01 %	-2,81 %	11,18 %	21,42 %	10,70 %	40,20 %
GK-Rentabilität	8,69 %	-1,84 %	7,36 %	14,56 %	7,19 %	27,64 %
EBITDA-Marge	5,28 %	0,68 %	7,14 %	8,91 %	6,00 %	19,29 %
EBIT-Marge	5,16 %	-1,38 %	5,26 %	8,36 %	4,96 %	18,75 %
Return on Investment (RoI)	8,69 %	-1,84 %	7,36 %	14,56 %	7,19 %	27,64 %
ROCE	10,37 %	-2,24 %	9,10 %	18,13 %	4,18 %	34,90 %
Cash-flow-Quote	2,63 %	1,84 %	4,43 %	6,07 %	3,74 %	10,86 %
Umsatzrentabilität (ROS)	4,12 %	-0,32 %	4,63 %	6,59 %	4,18 %	14,17 %
Kapitalumschlag	168,40 %	133,33 %	140,09 %	174,07 %	153,97 %	147,42 %
Rohertrag / Bruttomarge	40,62 %	39,78 %	42,46 %	40,26 %	40,78 %	45,70 %
Nettomarge	34,98 %	43,47 %	42,01 %	35,58 %	38,45 %	43,17 %
Personalintensität	17,32 %	19,07 %	20,17 %	17,52 %	18,52 %	17,52 %
Materialintensität	59,45 %	62,10 %	60,80 %	61,99 %	61,09 %	61,99 %
Nettoverschuldung (NV)	-1.060.043 €	-1.023.594 €	-1.120.389 €	-1.231.658 €	-1.108.921 €	-1.231.658 €
NV-Grad (NV / EBITDA)	-9,16x	-86,05x	-7,71x	-4,69x	-26,9x	-2,17x
Gearing	0,06 %	12,75 %	10,06 %	5,97 %	7,21 %	5,00 %
aktive Schuldentilgungsdauer	6,76 Jahre	12,6 Jahre	5,46 Jahre	2,71 Jahre	6,88 Jahre	1,77 Jahre

1 Vorbemerkungen

1.1 Zur Auftragserteilung

Die vorliegende betriebswirtschaftliche Analyse und Unternehmensbewertung wird von der miso consulting gmbh, Baierbrunn (miso), durchgeführt, die als **aumento value**® system bzw. **aumento value**® am Markt auftritt. Im Folgenden werden die Bezeichnungen miso und **aumento value** synonym verwendet; Vertragspartner und Unternehmensberater ist miso.

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. Weiters gelten die AGB von miso, die auch unter <https://aumentovalue.com/agb> abgerufen werden können.

1.2 Zum Stichtag der Analyse und Bewertung

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

1.3 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.

1.4 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. Alle uns von der Firmenleitung zur Verfügung gestellten Informationen wurden verarbeitet und eigene Recherchen vorgenommen, dennoch kann keine wie auch immer geartete Haftung für die

VERTRAULICH

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:

- * 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 Unternehmenswertes 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.
- * 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.

2 Methodische Bemerkungen

2.1 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 aufgrund der Nachfrage und des Angebots sowie situationsbedingter Faktoren ergibt – somit stellt eine Unternehmensbewertung den Ausgangspunkt für nachfolgende Verhandlungen dar.

VERTRAULICH

2.2 Problematik bei der Bewertung mittelständischer Unternehmen

Erschwerend kommt hinzu, dass es in der Bewertungspraxis, in der Literatur und Rechtsprechung 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:

- * 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 Mittelstand 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 kann nicht zusammengebaut werden. Umgelegt auf Unternehmen: Das ganze Unternehmen ist ineffizient, ja möglicherweise droht sogar die Insolvenz. Umgekehrt ist oft das simple Adaptieren eines einzigen Steins 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.

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

VERTRAULICH

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 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).

2.3 Anerkannte Bewertungsverfahren

Im Wesentlichen unterscheidet man heute zwei Bewertungsverfahren, die diese Prinzipien beachten: (1) *Investitionstheoretische Verfahren* und (2) *Vergleichswertverfahren*.

2.3.1 Investitionstheoretische Verfahren

Die *investitionstheoretischen Verfahren* stützen sich meist auf das **Ertragswertverfahren** oder das **Discounted Cash-flow-Verfahren (DCF)**. Dabei wird davon ausgegangen, dass der **Unternehmenswert den Barwert**, der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen **zukünftigen Nettozuflüsse** darstellt. Die Bewertung ist daher nur sinnvoll möglich, wenn **Prognosen** 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, hauptsächlich dann, wenn sie die Zukunft betreffen. Andererseits ist ein nicht zu vernachlässigender Einflussfaktor der methodisch nötige Abzinsungsfaktor, der primär im Mittelstand oft nur ungenügend bestimmt werden kann, geht er doch meist von Börsenparametern (wie dem β -Faktor als Abweichung des einzelnen Unternehmens vom Markt) aus. Diese sind aber in diesem Marktsegment vornehmlich schlicht und ergreifend unerreichbar respektive nicht verfügbar, weil mittelständische Unternehmen im deutschsprachigen Raum eben nicht bzw. nur in den seltensten Fällen Börse gelistet sind. Diese Methoden sind für den Mittelstand daher nur beschränkt und bestenfalls nach entsprechender Adaption einsetzbar.

VERTRAULICH

2.3.2 Vergleichswertverfahren

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

2.3.3 Defizite der Methoden

Allen Methoden ist gemein, dass sie auf vergangene Ergebnisse zurückgreifen (die Multiplikatormethoden ausschließlich, die investitionstheoretischen behelfen sich immerhin mit Prognosen) und damit die Zukunft voraussagen wollen. Die Annahme ist hier – nicht unrichtigerweise –, dass ein Unternehmen auch in Zukunft Erträge für die Eigentümer generieren soll und die Verfahren versuchen das zu errechnen, indem sie auf Ergebnisse der Vergangenheit zurückgreifen. Diese ermittelten, auf der Vergangenheit beruhenden Zahlen werden dann genommen, um einen Unternehmenswert zu errechnen. Was wiederum logisch klingt bringt aber ein großes Problem mit sich, das bei einem Blick auf die Investmentszene offenbar wird. Hier heißt es etwa beim üblichen Risikohinweis für ein x-beliebigen Investment: *„Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Investments zu.“*

Dies ist einer der wesentlichen Gründe, warum wir diese Verfahren als defizitär erachten. Wenn Sie einen Investmentfonds kaufen wollen, wird Ihnen gesagt, dass die Ergebnisse der Vergangenheit keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zulassen, wollen Sie aber ein Unternehmen verkaufen bzw. kaufen, dann sind gerade sie die Ausgangsbasis für die Wertermittlung.

2.4 Die aumento value® estimation

2.4.1 Vorbemerkungen

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

Im Laufe der Jahre haben **aumento value** und seine Partner unzählige Bewertungen durchgeführt und waren an hunderten Verkaufsgesprächen und -verhandlungen beteiligt. Dadurch bildete sich unschätzbbares Know-how bei der Frage nach dem Wert – und damit dem Ausgangspunkt des Verhandlungsprozesses – eines Unternehmens. Darauf aufbauend haben wir die **aumento value® estimation** entwickelt. Es handelt sich dabei um ein Modell zur **Bewertung mittelständischer Unternehmen**, bei der ein **objektiver, intersubjektiv nachprüfbarer Unternehmenswert** ermittelt wird. Dies bedeutet, dass andere Bewerter

VERTRAULICH

unter denselben Voraussetzungen und der Verwendung gleicher Bewertungsgrundsätze zum gleichen Bewertungsergebnis gelangen und dieses Bewertungsergebnis einen realistischen, am Markt erzielbaren Wert darstellt.

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 des Mittelstands angepasst und zu einem eigenen – vorwiegend **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 mittelständischer Unternehmen hingewiesen wird. Auf die kapitalmarktorientierten 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 des Mittelstands angewandt werden können.

*

Der Grund für diese Entwicklung der **aumento value**® estimation war eine aus unserer Sicht weithin nicht bedachte Besonderheit: das **Problem der Planzahlen**. Eine traditionelle Unternehmensbewertung setzt sowohl bei der Bewertung auf Grundlage von Einnahmen- als auch von Ertragsüberschüssen voraus, dass aufeinander abgestimmte **Plan-GuV** zur **Prognose** 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 haften in den meisten Fällen ein enormes Unsicherheitspotenzial an. Niemand kann in die Zukunft blicken 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 sub-optimal** geeignet sind, eine Aussage über den Wert des Unternehmens zu treffen. Genau dieses Problemfeld wird mit der **aumento value**® estimation umgangen, weshalb sie sich so herausragend für die Bewertung im Mittelstand eignet.

2.4.2 Kurzbeschreibung

Die **aumento value**® estimation ist eine auf die Besonderheiten von **mittelständischen Unternehmen maßgeschneiderte Unternehmensbewertungsmethode**, die anerkannte Methoden auf einzigartige Art und Weise mischt, um **harte finanzielle Fakten und Soft Facts** innovativ zu einem aussagekräftigen und **marktkonformen Wert** zu komprimieren. In einem Validierungsverfahren werden die **nicht-monetären Fakten quantifiziert** und in der **adaptierten Bilanz aktiviert** respektive in der **adaptierten Gewinn- und Verlustrechnung** als **andere aktivierte Eigenleistungen** verbucht, woraus sich das adaptierte EBIT und der adaptierte Jahresüberschuss ergeben.

VERTRAULICH

Bei der **aumento value**® estimation handelt es sich um eine Modifizierung **AWH-Standard**, eine vom AWH (*Arbeitskreis der wertermittelnden Berater im Handwerk*) stammende Methodik zur Unternehmensbewertung, speziell von Unternehmen im Handwerksbereich entwickelt – also traditionellen Mittelständlern.² Die Bewertungssystematik geht dabei nach dem Ertragswertverfahren vor und lehnt sich stark am IDW S1-Standard³ an, wurde jedoch an den Stellen modifiziert bzw. ergänzt, an denen der IDW-Standard für den Mittelstand nicht oder nur schwer anwendbar ist. Unsere Adaption des AWH-Standards trägt dafür Sorge, dass dieser Ansatz auch jenseits des Handwerkssektors nutzbar wird.

Dank dieses Ansatzes, bei dem durch Harmonisierungen und Durchschnittsbildungen **Spitzen abgeschliffen** werden, wird ein **exakteres Bild des Unternehmenswerts** erzielt, weil auch die Soft Facts des Unternehmens, die in den meisten Fällen die wahren **Werttreiber** oder **-hemmer** sind, in Betracht gezogen werden. Zudem fließen **nicht-monetäre Einflussfaktoren** in die Berechnung des **Kapitalisierungszinssatzes** ein und nehmen diese erstmals prominent in den Blick. Diese Einflussfaktoren können dazu beitragen, dass sich der Kapitalisierungszins reduziert (**Chancenabschläge**) oder auch erhöht (**Risikozuschläge**).

Dadurch ist es möglich, nicht nur die Vergangenheit und die Zukunft des Bewertungsobjekts im Blick zu haben, sondern auch Aspekte, die realiter wesentlich auf die Entwicklung des Unternehmens Einfluss nehmen – die nicht-monetären Faktoren, die nachgerade in der heutigen Zeit den Wert eines Unternehmens sehr stark in die eine oder andere Richtung beeinflussen.⁴ Dies zeigt auch ein Blick auf eine Studie der international tätige Unternehmensberatung Mercer, wie sie in Abb. 1 dargestellt ist:

² Vgl. AWH (2021): Handbuch Unternehmensbewertung für Handwerk und Mittelstand. Online unter: https://www.zdh.de/fileadmin/Oeffentlich/Gewerbefoerderung/Gewerbefoerderung_neu/AWH/Handbuch_AWH_Unternehmensbewertung_Version_5.1_Stand_12.03.2021_F2.pdf

³ Der IDW S1-Standard sind die vom Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (IDW e.V.) im Jahr 2008 veröffentlichten „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“.

⁴ Plakativ deutlich wird das bei Unternehmen, die praktisch identische Produkte herstellen. Diesfalls müssten beide Unternehmen (annähernd) gleich viel wert sein und sich auch (annähernd) gleich entwickelt. Doch ein Blick etwa auf Coca-Cola und PepsiCo (hier allein den Softdrink-Bereich betrachtend), McDonald's und Burger King oder Apple und Samsung zeigt, dass es hier noch 'etwas' anderes geben muss, das in die Bewertung einfließen sollte.

VERTRAULICH

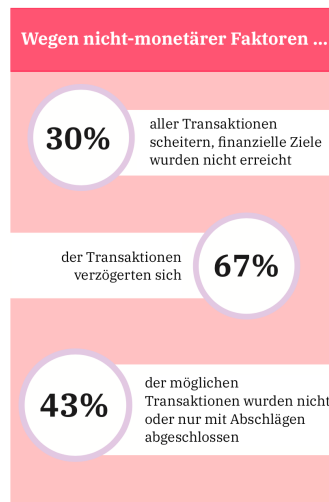


Abb. 1: Einfluss nicht-monetärer Faktoren auf Unternehmenstransaktionen (Kauf/Verkauf).
Quelle: Mercer LLC (2018).⁵

*

Daher ist die Beachtung dieser **Faktoren** von **zentraler Bedeutung**. Interessanterweise greifen **traditionelle Verfahren** nicht darauf zurück und lassen sie **fast vollständig unberücksichtigt**, insbesondere die – ob ihrer Einfachheit – sehr beliebten Multiplikatorverfahren, wie das **EBIT-Multiple-Verfahren**. Solche Verfahren sind in vielerlei Hinsicht **defizitär** und es ist unserer Ansicht nach **unverantwortlich** und mitunter **wertzerstörend**, so weitreichende Entscheidungen wie einen Unternehmensverkauf oder -kauf auf ein solches Verfahren zu stützen. Dies wird daher auch im IDW S1 Standard entsprechend gewürdigt, wenn diese Methode nur zur **Plausibilisierung** des Ergebnisses herangezogen wird.

Zusammengefasst: Der herausragende Vorteil der **aumento value**® estimation ist, dass sowohl die Vergangenheit des Unternehmens als auch die Ertragsmöglichkeiten der Zukunft verbunden mit den speziellen Potenzialen und Risiken des Mittelstands in den Blick genommen und damit eine mit anderen Methoden kaum abbildbare **holistische Betrachtungsweise** ermöglicht wird. In unserer Praxis hat sich klar herausgestellt, dass unsere Methode einen **fairen Unternehmenswert** zu ermitteln imstande ist und es in der Folge zu einer **fairen** und **für alle Stakeholder** (Käufer, Verkäufer, Mitarbeiter, Kunden, Lieferanten, interessierte Öffentlichkeit) **zufriedenstellenden** Transaktion kommt.

2.5 Vergleichbarkeit durch adaptierte Zahlen

Die **aumento value**® estimation ist hinsichtlich der Berücksichtigung nicht-monetärer Einflussfaktoren eine unorthodoxe Bewertungsmethode. Um eine **externe Überprüfbarkeit** sicherzustellen, ist es erforderlich, diese **ermittelten Faktoren zu quantifizieren** und in das **Unternehmensrechenwerk** einzupflegen. Dies erreichen wir durch die **Adaptierung** der Bilanz und der GuV für das letzte Geschäftsjahr, zu dem uns

⁵ Vgl. Mercer's M&A Readiness Research™ 3.0 (2018): Mitigating Culture Risk to Drive Deal Value, S. 11. Online unter: <https://info.mercer.com/rs/521-DEV-513/images/FRANCE-FINAL%20-%20Mitigating%20Culture%20Risk%20FULL%20Report%202018.pdf>

VERTRAULICH

der Jahresabschluss vorliegt, wobei herausgestrichen werden muss, dass diese Adaptierung keine steuer- oder handelsrechtliche Aussagekraft hat.

Die Adaption ist möglich, da die **nicht-monetären Faktoren** einen zumindest **immateriellen Einfluss** auf die **Vermögens- und Ertragslage** des Unternehmens haben und somit einerseits **immaterielles Vermögen** und andererseits auch eine **Leistung des Unternehmens** für die Erstellung dieser Werte darstellen. Wird ein immaterieller Vermögensgegenstand von dem Unternehmen hergestellt – was auf die Soft Facts eines Unternehmens klar zutrifft – ist dieser Vermögensgegenstand aktivierungsfähig (§ 248 (2) HGB).

Aus Sicht der GuV ist eine aktivierte Eigenleistung eine sogenannte **innerbetriebliche Leistung**, die nicht in der Periode, in der sie hergestellt wurde, vom Unternehmen verbraucht wurde. Voraussetzung für die Aktivierung von Eigenleistungen ist, dass sie **nicht veräußert** und **über mehrere Perioden** vom Unternehmen selbst **genutzt** werden – was idealtypisch auf die Soft Facts eines Unternehmens zutrifft. Da sich diese Werte jährlich ändern, benötigt dafür **keine Abschreibung** vorgenommen werden, vielmehr müsste die Bewertung jährlich erfolgen und entsprechend verbucht werden.

*

2.5.1 Quantifizierung der nicht-monetären Faktoren

Um die nicht-monetären Faktoren zu quantifizieren, gehen wir zunächst vom Wert gemäß der **aumento value® estimation** aus. Dieser Wert wird um das Anlage- und das Umlaufvermögen reduziert respektive um das Fremdkapital erhöht. Anschließend wird das Ergebnis mit der Summe der Risikozuschläge diskontiert.⁶ Daraus ergibt sich der **Bilanzwert der nicht-monetären Faktoren**, die im Anlagevermögen der adaptierten Bilanz aktiviert wird.

2.5.2 Adaption der Bilanz

Die Bilanz des letzten uns vorliegenden Geschäftsjahres wird im Anlagevermögen in der Position immaterielles Anlagevermögen mit einer Unterposition „*Immaterielle Werte des Unternehmens*“ ergänzt. Auf der Passivseite wird der Bilanzgewinn adaptiert und in den Rückstellungen unter sonstige Rückstellungen die fiktive Steuer auf diesen Wert eingestellt.

2.5.3 Adaption der GuV

In der Gewinn- und Verlustrechnung werden die nicht-monetären Faktoren in der Position „*andere aktivierte Eigenleistungen*“ verbucht und wirken damit Ergebnis-erhöhend. Angesichts dessen wird in der Position „*Steuern vom Einkommen und Ertrag*“ eine fiktive Steuer in der Höhe der unternehmenstypischen Steuerquote verbucht, um schließlich zum Jahresüberschuss und zum Bilanzgewinn zu gelangen.

⁶ Zur Berechnungsweise vgl. 7.3

VERTRAULICH

3 Beauftragung

3.1 Allgemeines

Im Rahmen der betriebswirtschaftlichen Beratung wurde die miso consulting gmbh als Unternehmensberater mit der Anfertigung der gegenständlichen betriebswirtschaftlichen Analyse und Unternehmensbewertung beauftragt. Die näheren Rahmenbedingungen der Beauftragung sind folgend aufgeführt.

3.2 Zweck der Bewertung

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

3.3 Auftraggeber

*

Diese Bewertung wurde im Auftrag des Eigentümers und Geschäftsführers Herrn [REDACTED] erstellt. Im vorliegenden Fall handelt es sich also um ein Eigengutachten!

3.4 Bewertungsstichtag

Bewertungsstichtag ist der 08. Februar 2023; der letzte verfügbare Bilanzstichtag ist der 31.12.2022.

3.5 Auskunftspersonen

—

Als Auskunftsperson stand uns Herr [REDACTED] zur Verfügung.

3.6 Erhaltene und verwendete Unterlagen und Informationen

Folgende Unterlagen wurden uns von der Auskunftsperson zur Verfügung gestellt:

- * Jahresabschlüsse der Gesellschaft für 2018, 2019, 2020, 2021 und 2022;
- * Produktkatalog
- * Organigramm und Darstellung des integrierten Managementsystems;
- * Bio- und IFS-Zertifikate
- * ausgefüllter Unternehmens-Analysebogen.

3.7 Durchführungszeitraum

Diese Unternehmensanalyse und Bewertung wurde im Zeitraum von 01.12.2022 bis 10.02.2023 durchgeführt.

VERTRAULICH

4 Bewertungsubjekt

4.1 Grunddaten

Grund- und Stammdaten des Bewertungsobjekts

Firma	[REDACTED]
Adresse	[REDACTED]
URL	[REDACTED]
Rechtsform	GmbH
Geschäftsjahr	01.01. – 31.12.
Geschäftsführer	[REDACTED]
Unternehmensgegenstand	[REDACTED]
Stammkapital / einbezahlt	102.258,38 € / 102.258,38 €
HR-Nummer	[REDACTED]
NACE	[REDACTED]
Steuernummer	[REDACTED]
UID	[REDACTED]
Gesellschafter	[REDACTED]
Gründung	1989 als Gewerbebetrieb, 1991 als GmbH

Abb. 2: Grunddaten des Bewertungsobjekts.

4.2 Überblick über das Bewertungsobjekt

Das von [REDACTED] 1989 zunächst als Einzelunternehmen gegründete und 1991 in eine GmbH umfirmierte Unternehmen ist auf den Handel mit Tiefkühlprodukten für Bäckerei(-shops) und die Gastronomie spezialisiert. Zudem wurde mit den Marken „[REDACTED]“ und „[REDACTED]“ Eigenmarken am Markt platziert. Das Unternehmen wurde vor über 30 Jahren schon mit dem Ziel gegründet, die „3-Säulen der Convenience“ zu erreichen: (1) gesunde Zutaten mit gekonnter Verarbeitung, (2) einfaches Handling und (3) ausgeklügelte Logistik. Den Kunden wird damit Arbeitserleichterung durch Zeitersparnis sowie Vereinfachung der Abläufe ermöglicht.

Das Unternehmen ist von der QAL GmbH IFS Logistic zertifiziert und hält für seine Produkte auch ein Öko-Zertifikat der ÖkoP Zertifizierungs GmbH für Desserts und TK-Backwaren.

VERTRAULICH



Abb. 3: Qualitäts- und Biozertifikate

Der Audit für das IFS Logistic Zertifikat für das Jahr 2023 wurde während der Erstellung dieser Bewertung positiv abgeschlossen.

4.3 Standort

Der Sitz der Gesellschaft ist im [REDACTED], nahe des [REDACTED] und damit als sehr verkehrsgünstig anzusehen. Durch die unmittelbare Lage an [REDACTED] ist nicht mit Anlegereinwänden hinsichtlich Lärmbelästigung etc. zu rechnen.

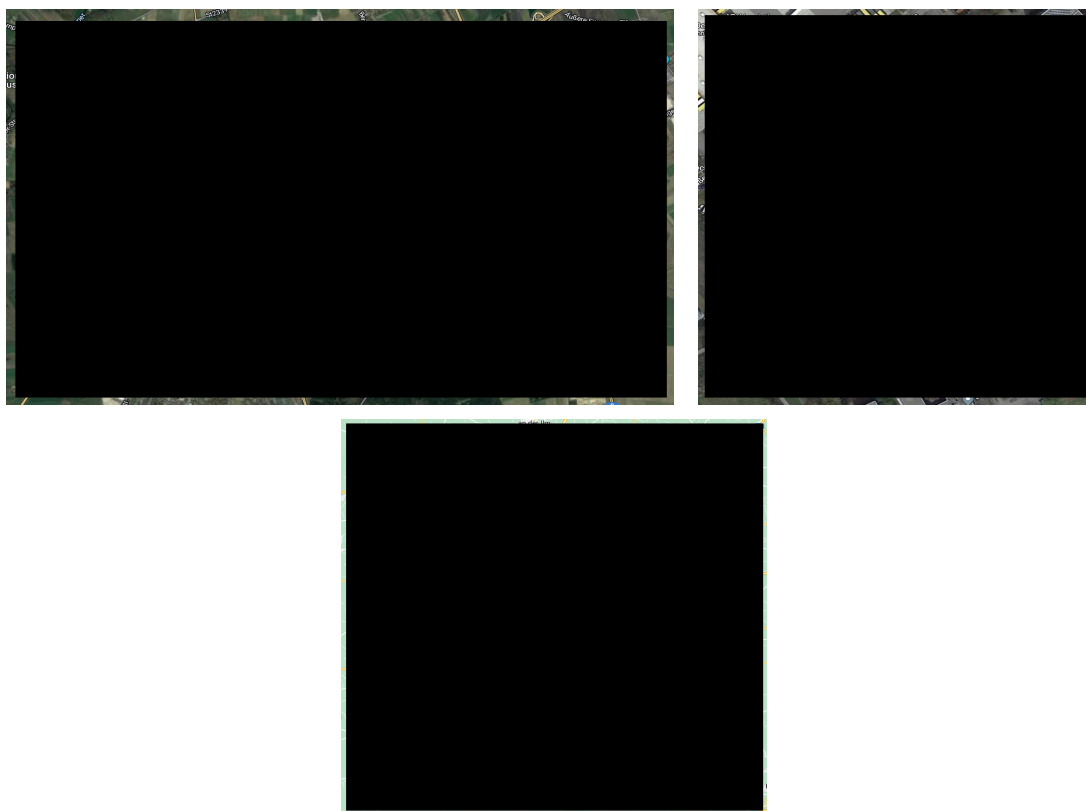


Abb. 4: Blick auf den Unternehmensstandort und Lage.
Quelle: Google, Inc.

Die vom Unternehmen genutzte Immobilie befindet sich nicht im Besitz des Unternehmens und wird mit einem Aufwand von rund 87.286 EUR p.a. angemietet, was als angemessen angesehen werden kann.

VERTRAULICH

4.4 Unternehmensstruktur

Die Unternehmensstruktur ist sehr einfach und übersichtlich, ohne zwischengeschaltete (Holding-) Gesellschaften oder Eigentümergesellschaften; auch gibt es weder stille Gesellschaften oder werden Beteiligungen gehalten.

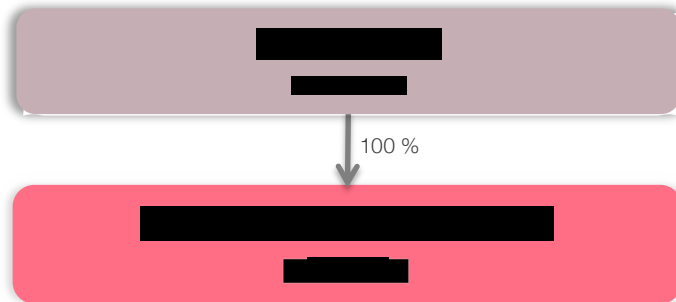


Abb. 5: Unternehmensstruktur.
Quelle: Eigene Darstellung.

*

4.5 Management und Organisation

Die Aufbauorganisation (vgl. Abb. 6) offenbart, dass das Bewertungsobjekt einen interessanten Aufbau hat. Zentrale Unternehmensbereiche wie Buchhaltung, Rechnungswesen und EDV sind in einer Einheit „Support und Qualitätssicherung“ zusammengefasst; vier von fünf Einheiten sind für operative und handelspezifische Agenden reserviert.

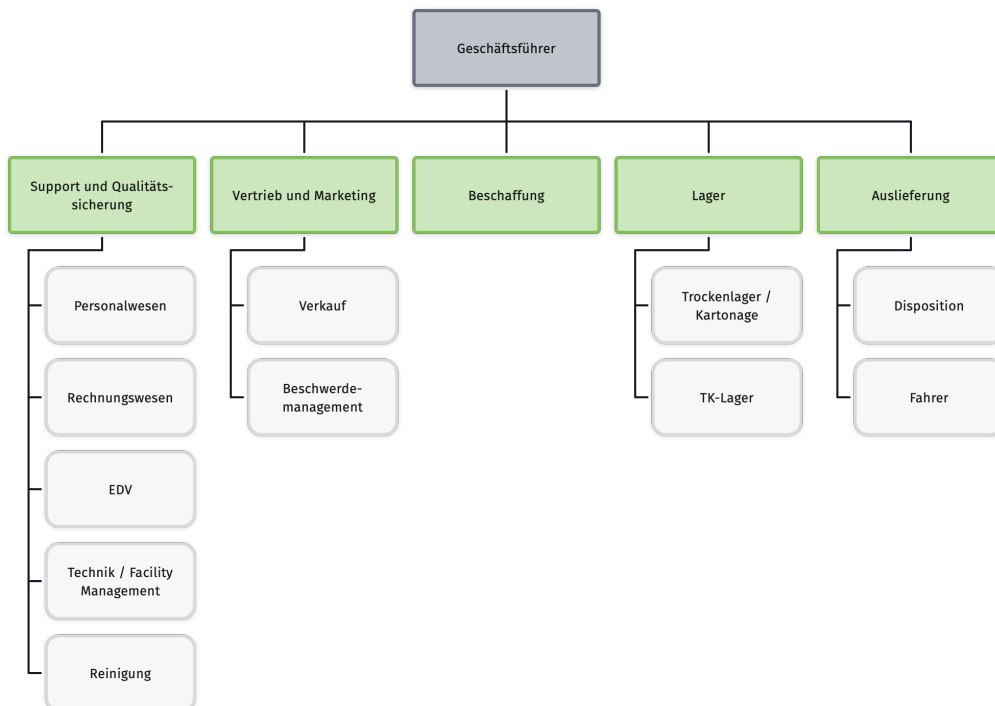


Abb. 6: Aufbauorganisation.
Quelle: [REDACTED]

VERTRAULICH

4.6 Produkte / Dienstleistungen

Das umfassende Produktsortiment besteht aus allen Arten von Backwaren (Brötchen, Baguette, herzhaftes Backspezialitäten), Pasta und Gnocchi, Pizza und Flammkuchen, Desserts, Früchte, Torten und auch spezielle Produkte für Veganer. Bezogen werden die Waren von namhaften Herstellern wie der Back-Frisch GmbH, Bridor-Lenôtre, Delifrance und Wolf ButterBack.

4.7 Marketing und Vertrieb

Die Word-Bildmarke [REDACTED] ist als Individualmarke am [REDACTED] unter der Nummer [REDACTED] beim Deutschen Patent- und Markenamt registriert worden. Die Schutzdauer wurde am [REDACTED] bis [REDACTED] verlängert.

Der Vertrieb erfolgt vorrangig über Empfehlungen, telefonische Akquise, Mailings, regelmäßige Werbeanzeigen/Angaben sowie gezielte persönliche Anschreiben mit nachfolgendem Telefonmarketing. Auch Kalt-Anrufe bei einem großen und bestehenden Pool an Kontakte werden vorgenommen. Zudem dienen die drei Internet-Shops als Absatzkanal und sorgen für rund 30 % des Umsatzes. Bei Annahme von Bestellungen wird stets versucht, weitere Geschäfte durch gezielte Empfehlungen zu passenden Produkten aus dem Sortiment zu generieren. Dank der Qualität der Produkte und der Dienstleistungen verliert das Bewertungsobjekt kaum an Kunden, gewinnt im Gegenzug dazu aber laufend neue hinzu. Mit der Eigenmarke [REDACTED] wird für 2023 allein ein Umsatz von 1,8 Mio. € prognostiziert.

Insgesamt zeichnet sich das Bewertungsobjekt bei seinen Kunden durch seine Top-Produkte, seine Flexibilität, sein großes Spezialsortiment und sein gutes Preis-Leistungs-Verhältnis aus. Zudem wird es als kreativer Gastro-Händler und als Trendscout wahrgenommen. Handlungsmaximen des Unternehmens sind Qualität, Schnelligkeit und Service. Insbesondere der Convenience-Markt zeigt sich in letzter Zeit als Umsatztreiber.

4.8 Kundenstruktur

Der Absatzmarkt ist auf sechs Säulen aufgebaut: (1) Bäckereien/Backshops, (2) Cafés, (3) Restaurants, (4) Großhandel, (5) Betriebskantine und (6) Hotels. Der aktuelle Kundenstamm umfasst rund 900 Kunden, hauptsächlich in Bayern, aber auch in den restlichen Bundesländern sowie in Österreich. Die Verteilung der Kunden ist sehr breit und bestens diversifiziert, der größte Kunde zeichnet für rund 160.000 € oder 7,9 % des Umsatzes verantwortlich. Die drei größten Kunden kommen insgesamt auf rund 11 % des Umsatzes, weshalb es hier kein Klumpenrisiko besteht; selbst der Wegfall des größten Kunden wäre für das Unternehmen nicht bedrohlich.

4.9 Geschäftsausstattung, Fuhrpark, IT-Systeme

Die Geschäftsausstattung ist etwas in die Jahre gekommen und wird wohl in absehbarer Zeit teilweise zu erneuern sein, was aber bei der aktuellen Zahl der Mitarbeiter nur einen eher geringen Investitionsbedarf

VERTRAULICH

darstellen wird. An PKW ist im Anlagenspiegel 2021 ein Audi Q3 mit EZ 07/2020 und Anschaffung im Mai 2021 ausgewiesen sowie fünf Kleintransporter (4 Mercedes Sprinter – Anschaffung 2012 und 2013 – sowie ein IVECO Daily, im Februar 2021 angeschafft). Die für das Lager benötigten sonstigen Transportmittel wurden in den Jahren 1999 bis 2020 erworben. Inwiefern es hier zu Ersatzanschaffungen kommen muss, entzieht sich mangels technischer Expertise unserer Kenntnis; etwaige Zahlen hierzu sollten von fachlich befugten und kompetenten Experten erhoben werden.

4.10 Wesentliche Verträge

Uns liegen keine Erkenntnisse über wesentliche Verträge vor, die das Unternehmen kostenseitig belasten würden, ebenso wenig gibt es Haftungsverhältnisse.

4.11 Unternehmenskultur und identifizierte Soft Facts

Die Unternehmenskultur und die sie bildenden Soft Facts sind deshalb bewertungsrelevant, da sie in erheblichem Maße zum Erfolg eines Unternehmens beitragen – im positiven wie im negativen Sinne. Einer Untersuchung im Auftrag des deutschen Bundesministeriums für Arbeit und Soziales⁷ zufolge gibt es einen sehr hohen Zusammenhang zwischen den Werten und der Unternehmenskultur (die von den Soft Facts gebildet wird) und der Zufriedenheit der Mitarbeiter, die wiederum einen bedeutsamen Zusammenhang mit dem Unternehmenserfolg haben. Insgesamt macht der Unterschied ganze 30 % des Unternehmenserfolges aus; absolut gesehen damit bis zu 60 %. Mit anderen Worten: Ohne ein einziges Produkt/eine einzige Dienstleistung mehr zu verkaufen oder einen einzigen Neukunden zu gewinnen kann mit der **richtigen Unternehmenskultur**, den richtigen Soft Facts, um **bis zu 60 % mehr Ertrag** erwirtschaftet werden.

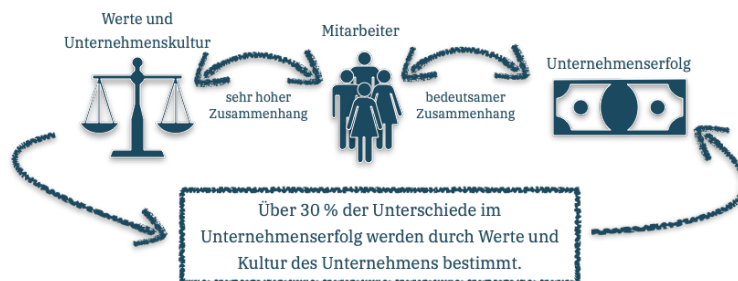


Abb. 7: Zusammenhang zwischen Unternehmenskultur und Unternehmenserfolg.
Quelle: Eigene Darstellung.

Hinsichtlich der Unternehmenskultur des [REDACTED] haben wir folgende hervorzuhebende Soft Facts identifiziert und in unsere Bewertung einfließen lassen:

- * **gut eingespieltes und erfahrendes Team**
- * **hohe Mitarbeiterzufriedenheit**
- * **hohe Kundenzufriedenheit**

⁷ Vgl. Hauser, F.; Schubert, A.; Aicher, M. (2006): Unternehmenskultur, Arbeitsqualität und Mitarbeiterengagement in den Unternehmen in Deutschland. Ein Forschungsprojekt des Bundesministeriums für Arbeit und Soziales. <https://www.bmas.de/Shared-Docs/Downloads/DE/Publikationen/forschungsbericht-f371.pdf>, hier insb. S. 25.

VERTRAULICH

* gutes Klima im Unternehmen.

Zudem zeichnet sich das Unternehmen durch seine **Zertifizierungen (Qualität und Bio)**, eine **gute Positionierung** bei den Kunden einem **breiten und tiefen Kunden- und Produktportfolio** sowie **geringen Abhängigkeiten** sowohl von **Lieferanten** als auch von **Kunden** und der **Etablierung einer Eigenmarke** aus.

Nach unserem Ansatz stellen diese Faktoren einen Wert des Unternehmens dar, der im Rechenwerk abgebildet werden sollte. Bei entsprechender Berücksichtigung würde die Unternehmenskultur mit einem Wert von **306.059 €** aktiviert werden, was zu den adaptierten Werten (vgl. 2.5 und 6.6) führt. Insbesondere bedeutet das, dass dadurch das EBIT indikativ **552.498 €** betrüge.

4.12 Branchenbetrachtung

4.12.1 Allgemein

Der deutsche Markt für Tiefkühlkost ist ein enorm wachsender. Wurden 1989 noch 1,34 Mio. t abgesetzt, so wurden 2021 3,77 Mio. t Tiefkühlware verkauft, das entspricht einer Steigerung um 281 % in den letzten knapp drei Jahrzehnten, wie Abb. 8 eindrucksvoll aufweist.

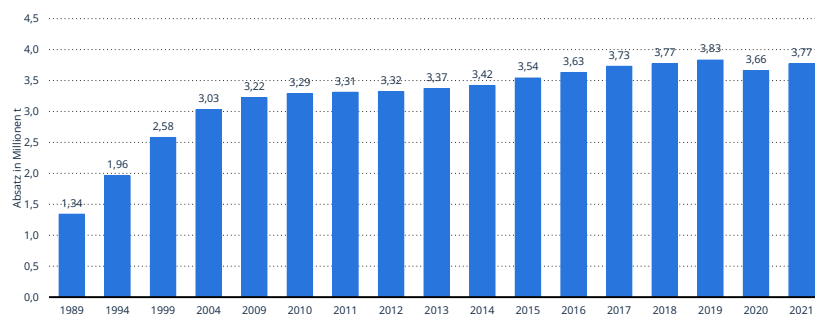


Abb. 8: Absatz von Tiefkühlkost in Deutschland in den Jahren 1989 bis 2021 in Mio. t.
Quelle: statista⁸

⁸ Vgl. statista (2022): Dossier Tiefkühlkostmarkt Deutschland, S. 7. Online unter: <https://de.statista.com/download/MTY3MDg4MzMOOCMiMiAyNiczNCMiMiE0NzIizEiI3BkZiMiU3R1ZHk=>. [Abruf: 12.12.2022]

VERTRAULICH

Inlandsabsatz in Tonnen: Lebensmittelhandel (inklusive Heimdienste) bzw. Außer-Haus-Markt (Gastronomie, Gemeinschaftsverpflegung etc.)			LEBENSMITTELHANDEL			AUßER-HAUS-MARKT			GESAMTMARKT		
	2011	2021	+/-	2011	2021	+/-	2011	2021	+/-	2011	2021
TIEFKÜHLPRODUKTE GESAMT	1.740.353	2.088.914	20,0%	1.571.884	1.683.939	7,1%	3.312.237	3.772.853	13,9%		
SELBER KOCHEN											
GEMÜSE	280.117	320.306	14,3%	196.842	190.315	-3,3%	476.959	510.620	7,1%		
FISCH	199.528	222.378	11,5%	99.300	84.223	-15,2%	298.828	306.600	2,6%		
KARTOFFELN	219.796	280.847	27,8%	202.408	185.133	-8,5%	422.204	465.980	10,4%		
FLEISCH	165.003	169.132	2,5%	252.096	237.312	-5,9%	417.099	406.444	-2,6%		
BEILAGEN (Getreide + Mehlerzeugnisse)	6.369	5.516	-13,4%	8.377	7.955	-5,0%	14.746	13.471	-8,6%		
FIX & FERTIG											
GERICHTE	303.743	357.558	17,7%	120.071	121.361	1,1%	423.814	478.919	13,0%		
PIZZA	268.791	366.788	36,5%	14.830	21.428	44,5%	283.621	388.215	36,9%		
SNACKS (inkl. Käse)	59.686	67.442	13,0%	156.451	177.814	13,7%	216.137	245.257	13,5%		
FRÜHSTÜCK & DESSERT											
BACKWAREN	212.772	259.672	22,0%	467.457	619.460	32,5%	680.229	879.133	29,2%		
OBST (inkl. Säfte)	19.960	33.596	68,3%	48.163	34.396	-28,6%	68.123	67.992	-0,2%		
MILCHERZEUGNISSE, SÜßSPEISEN	4.588	5.678	23,8%	5.889	4.543	-22,9%	10.477	10.221	-2,4%		

Abb. 9: Tiefkühlprodukte im 10-Jahresvergleich 2011/2021.
Quelle: dti – Deutsches Tiefkühlinstitut⁹

Im Vergleich der letzten zehn Jahre ist v.a. der Anstieg bei Pizze und Backwaren mit +36,9 % und 29,2 % bemerkenswert (vgl. Abb. 9), der wesentliche Absatztreiber ist aber der Bereich Fix & Fertig (27,9 % des Mengenmarktes), der maßgeblich dazu beiträgt, dass die gesamte Absatzmenge um 13,9 % im Betrachtungszeitraum gestiegen ist. Pro Kopf konsumierten die Deutschen 2021 46,1 kg TK-Kost.¹⁰ Der in Abb. 8 ersichtliche Rückgang im Corona-Jahr 2020 schlug sich auch auf den Pro-Kopfverbrauch nieder, der auf 44,8 kg zurückging (jedoch lag diese Kennzahl gem. dft 1991 noch bei 22,4 kg – was mehr als einer Verdoppelung in den letzten 30 Jahren entspricht). Für den Rückgang zeichnete insbesondere der Außer-Haus-Bereich verantwortlich, was angesichts der umfangreichen Lockdowns zur Pandemiebekämpfung nachvollziehbar ist und eine Marktanomalie darstellt. Zu erkennen ist dies auch am starken Anstieg dieses Absatzkanals im Jahr 2021 (vgl. Abb. 10).



Abb. 10: Absatz im TK-Markt nach Absatzkanälen.
Quelle: dti¹¹

Doch nicht nur mengenmäßig, auch umsatzmäßig ist das Marktwachstum beeindruckend, wie ein Blick auf Abb. 11 zeigt. Der Umsatz der Branche stieg zwischen 1989 und 2021 von 3,22 Mrd. EUR auf 15,92 Mrd.

⁹ Vgl. dti (2022): Tiefkühlkost im 10-Jahresvergleich 2011/2021. Online unter: <https://www.tiefkuehlkost.de/tk-fuer-alle/aktuelles/marktdaten/10-jahresvergleich-2021.pdf>. [Abruf: 12.12.2022]

¹⁰ Vgl. dti (2022): Infografiken: Online unter: https://www.tiefkuehlkost.de/tk-fuer-alle/aktuelles/infografiken/_y2022. Abruf: 12.12.2022]

¹¹ Vgl. dti (2022): Infografiken: Online unter: https://www.tiefkuehlkost.de/tk-fuer-alle/aktuelles/infografiken/_y2022. Abruf: 12.12.2022]

VERTRAULICH

Relativ gesehen betrug der Umsatz je Tonne TK-Kost im Jahr 1989 noch 2,4 Mio. EUR und 2021 bereits 4,22 Mio. EUR je Tonne.

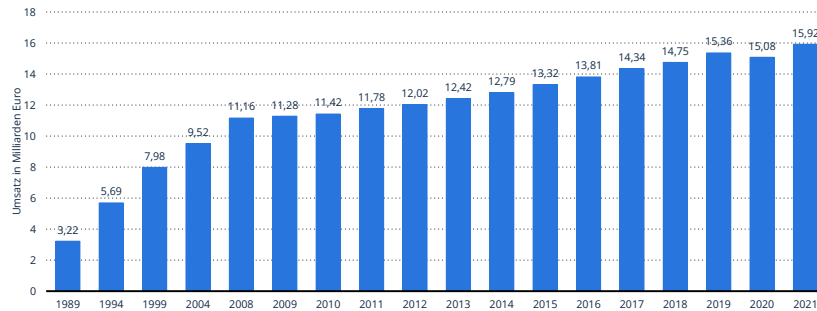


Abb. 11: Umsatz mit Tiefkühlkost in Deutschland in den Jahren 1989 bis 2021 (in Mrd. EUR)
Quelle: statista¹²

Wiewohl der Markt insgesamt eine sehr progressive Entwicklung genommen hat, hat er sich doch seit 2016 um die Marke von 3,7 Tonnen eingependelt; es scheint vorläufig daher zu einer Plafond-Bildung zu kommen. Dennoch, 2016 wurden noch 3,63 Mio. Euro je Tonne erwirtschaftet, 2021 waren es die bereits erwähnten 4,22 Mio. Euro je Tonne, was eine interessante Margensteigerung von 16,25 % bedeutet.

Der Knick in der Marktentwicklung, der mit der Coronapandemie ab Anfang 2020 verbunden ist, veränderte möglicherweise langfristig die Anforderungen der Konsumenten im Lebensmittel-Einzelhandel (u.a. bezüglich der Hygienestandards). Der Absatz loser Backwaren aus den Backstationen im Handel ist deutlich zurückgegangen. Der Außer-Haus-Markt (AHM) war aufgrund von Gastronomie- und Hotelschließungen ebenfalls stark eingebrochen wie auch Filialbäckereien an hochfrequentierten Standorten wie Bahnhöfen oder Fußgängerzonen. Im Gegenzug stieg im Handel die Nachfrage nach SB-verpackten Brot- und Backwaren sowie TK-Ware zum Aufbacken. Ein Trend, der wohl bestehen bleiben könnte.¹³

Alles in allem bedeutet das, dass das Bewertungsobjekt in einem reifen, aber dennoch lukrativen Markt tätig ist. Die gesellschaftlichen Veränderungen, die im Zuge der Coronapandemie zu diagnostizieren sind, könnten in den kommenden Jahren einen Wachstumsschub zur Folge haben, der den Plafond von 3,7 Mio. Tonnen zu überwinden vermag.

4.12.2 Hauptkonkurrenten

Laut Auskunft des Geschäftsführers sieht er die folgenden Unternehmen als Hauptkonkurrenten an:

- * **Aryzta AG**, ein Schweizer Tiefkühl- und Convenience-Backwaren-Konzern; die deutsche Tochter mit Sitz in Eisleben (Sachsen-Anhalt, <https://aryzta.de>) ist nach eigenen Angaben der deutsche Marktführer für TK-Backwaren. Aryzta betreibt 53 Großbäckereien in 29 Ländern und produziert in Deutschland 5.000 verschiedene Backartikel von traditionellen Backwaren bis hin zu Bäckereisnacks, insbesondere

¹² Vgl. statista (2022): Dossier Tiefkühlkostmarkt Deutschland, S. 10. Online unter: <https://de.statista.com/download/MTY3MDg4MzMOOCmMiAyNiczNCMiMEONzjizEj3BkZiMjU3R1ZHk->. [Abruf: 12.12.2022]

¹³ Vgl. Strake, S. (2022): Branchenanalyse Tiefkühl-Backwaren – Bedeutung für das Backgewerbe und Entwicklungstrends. Working Paper Forschungsförderung, No. 254, S. 11f. Online unter: <https://www.econs-tor.eu/bitstream/10419/263986/1/1815120231.pdf>. [Abruf 15.12.2022]

VERTRAULICH

Brot, Brötchen, Gebäck, Kuchen etc. Umsatz ca. 369 Mio. EUR; davon gehen rund 40 % in den Export.

- * **Edna International GmbH**, mit Sitz in Zusmarshausen (Bayern, <https://www.edna.de/>) produziert und vertreibt europaweit mehr als 1.000 verschiedene TK-Backwaren und über 10.000 Fine- und Non-Food Serviceartikel, v.a. Brötchen, Brot, Gebäck, Snacks und Torten. Nach eigenen Angaben bietet sie das größte Backwaren-Vollsortiment am Markt und erwirtschaftet einen Umsatz von etwa 152 Mio. EUR und einen Exportanteil von 10 %.
- * **Transgourmet Deutschland GmbH & Co. OHG**, Riedstadt (Hessen, <https://www.transgourmet.de/>), ist die deutsche Tochter der Transgourmet Holding AG aus Basel, Schweiz. Bis 2014 firmierte das Unternehmen als REWE Foodservice. Transgourmet beliefert Großverbraucher wie die Gastronomie und Großküchen mit Lebensmitteln und sonstigem Bedarf.

Aryzta und Edna finden sich auch auf der Lieferantenliste des Bewertungsobjekts und sind zugleich auch als Konkurrent zu sehen; Edna weist ein fast deckungsgleiches Produktportfolio wie das Bewertungsobjekt auf. Das Bewertungsobjekt sieht sich als Spezialist für Spezialprodukte im Bereich Dessert, Viennoiserie, Backwaren, Plundergebäck, Eis und Sorbet. Das betrifft sowohl die Eigenproduktionen (Marke [REDACTED]) als auch Handelsverpackungen, Bereiche, in denen vom Geschäftsführer großes Potenzial für die Zukunft gesehen werden. Die Wettbewerber sind zwar vom Sortiment her meist breiter aufgestellt, haben aber nicht die Sortimentstiefe von [REDACTED].

VERTRAULICH

5 Kapitalisierungszins

Wie bereits in Pkt. 2.2 ausgeführt, sind übliche Bewertungsmethoden, welche in der Regel für größere (oft auch Börse notierte) Unternehmen konzipiert sind, speziell im Mittelstand 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,¹⁴ da ein potenzieller 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 mittelständischen Unternehmen sind jedoch 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 Prognosen bedingen das **Vorhandensein valider Planungszahlen** für die künftige Unternehmensentwicklung. Gerade im Mittelstand gibt es aber häufig keine fundierte Unternehmensplanung, weshalb wir analog zum AWH-Standard für die Ermittlung des Ertragswertes Vergangenheitsergebnisse in die Zukunft interpolieren 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 eingerechnet, da der Zinssatz den Preis für Risiko darstellt. Es ergibt sich somit ein risikobereinigter Barwert der künftig zu erzielenden, prognostizierten 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). Allein aus diesem Gesagten wird deutlich, dass ein risikoloser 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

¹⁴ 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. 2.2 und 2.3) beschrieben wurde.

VERTRAULICH

deutlich, dass Unternehmen B mehr wert ist, da es die 100.000 € Gewinn mit weniger Risiko erwirtschaften kann. Der Preis für dieses Risiko ist 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.

Die **Bemessung** des **Kapitalisierungszinssatzes** ist ein ebenso **zentraler** wie **kritischer Punkt** bei der Ermittlung des Unternehmenswertes. Im Mittelstand scheidet die Anwendung standardisierter, kapitalmarktbezogener Risikoprämien aus. Betriebsspezifische Risikofaktoren und die Inhaberabhängigkeit, die auch nach dem Verkauf noch eine gewisse Zeit nachwirkt, verlangen eine **betriebs-individuelle Beurteilung**. Die einzelnen Komponenten sind daher ihrem Grunde und ihrer Höhe nach langfristigen Erfahrungswerten zu beurteilen.

Der Kapitalisierungszinssatz basiert zunächst auf dem Basiszinssatz (dem ‚risikofreien‘ Marktzins), der um die betriebs-individuellen Chancen- und Risikofaktoren adaptiert wird. Diese auch und vor allem **nicht-monetären Faktoren** werden durch entsprechende Zinssätze 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, gleichwohl haben wir eine objektivierte Ermittlung eingeführt. Der Basiszinssatz wird schließlich um die (1) **branchenbezogenen Risikofaktoren**, die (2) **betrieblichen Chancen- und Risikofaktoren** und den (3) potenziellen **Immobilitätszuschlag** ergänzt.

5.1 Basiszinssatz

Als Basiszinssatz wird die **Umlaufrendite deutscher Staatsanleihen** herangezogen, da die Bundesrepublik als sicherster Schuldner des Euroraumes gilt und somit die Fiktion einer risikolosen Anlage am besten erfüllt ist, da man davon ausgeht, dass eine Investition in (deutsche) Staatsanleihen einer **risikolosen Investition** am nächsten kommt. Dass diese Risikolosigkeit 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. Unser Ansatz geht davon aus, dass dieser Wert bereits im Basiszins seinen Niederschlag findet. Der solcherart für die Bewertung des Bewertungsobjekts ermittelte Zinssatz beträgt 2,35 %.

5.2 Branchenbezogene Risikofaktoren

Unternehmen existieren nicht in einem luftleeren und von der Umwelt abgesonderten Bereich. Entwicklungen auf der makroökonomischen Ebene spielen ebenso eine Rolle, wie das Wettbewerbsumfeld und wie sich dies innerhalb des Unternehmens widerspiegelt. Während wir die makroökonomische Großwetterlage nicht bewerten, orientieren wir uns bei der branchenbezogenen Beurteilung und hier primär hinsichtlich

VERTRAULICH

dessen Einflusses auf das Bewertungsobjekt am Ansatz von Behringer,¹⁵ der eine Orientierung der unterschiedlichen Branchen Aspekte und damit zusammenhängender unternehmensinterner Faktoren auf die Risiken des Bewertungsobjekts liefert. Daraus ergeben sich für das Bewertungsobjekt folgende Zuschläge zum Basiszinssatz:

Aspekt		
Lebensalter des Unternehmens	34 Jahre	0,29 %
personenbezogenes Dienstleistungsgeschäft	☐	0,50 %
einzelner Eigentümer-Unternehmer	☒	5,00 %
Position im relevanten Markt	★ • • • •	4,50 %
Wettbewerbsintensivität der Branche	★★★★★	4,21 %
Erfahrung des Managements	★★★★★	0,50 %
Unabhängigkeit der Branche vom Zyklus	★★★★★	-0,30 %
Vorhersehbarkeit des Geschäfts	★★★★★	-0,70 %
Unabhängigkeit von einzelnen Mitarbeitern	★★★★★	-0,62 %
Branchenbezogene Risikofaktoren		13,38 %

Abb. 12: Bestimmung der branchenbezogenen Risikofaktoren.
Quelle: Eigene Berechnung.

*

Der von uns somit ermittelte Aufschlag beträgt 13,38 %.

5.3 Betriebliche Risiko- und Chancenfaktoren

Hinsichtlich der grundsätzlichen unternehmerischen Einflussfaktoren werten wir unseren Unternehmensanalysebogen aus, der die Situation in fünf Bereichen abfragt, in denen wir Chancen-Ab- und Risiko-Zuschläge identifizieren.

Für das Bewertungsobjekt ergeben sich daraus die folgenden Werte:

	Chancen- abschlag	Risiko- zuschlag
I. Inhaber	-0,278 %	
II. Geschäft		1,345 %
III. Kunden	-1,212 %	
IV. Mitarbeiter / Personal	-2,244 %	
V. Finanzen		0,836 %
Summe	-3,734 %	2,181 %
Total	-1,553 %	

Abb. 13: Bestimmung der Chancen-Ab- und Risiko-Zuschläge.
Quelle: Eigene Berechnung.

Insgesamt ergibt sich daraus sohin ein Chancenabschlag von -1,553 %.

5.4 Immobilitätszuschlag

Der Aufwand hinsichtlich des Kaufs- bzw. Verkaufs eines Unternehmens hängt zu einem hohen Maß von der Rechtsform ab. Während Aktien einer börsennotierten Aktiengesellschaft problemlos zu verkaufen sind,

¹⁵ Behringer, Stefan (©2012): Unternehmensbewertung der Mittel- und Kleinbetriebe. Berlin: Erich Schmidt, S. 240–247 (ISBN: 978-3-503-13876-0, <https://amzn.to/3GVf6kd>).

VERTRAULICH

ist das bei anderen Rechtsformen oft erheblich schwieriger. Daher wird dieser Aspekt auch in der Bewertung berücksichtigt.

Unternehmensform	Zuschlag
☐ Einzelunternehmen	5 %
☐ Personengesellschaft	4,5 %
☐ Verein	4,5 %
☐ Genossenschaft	4 %
☐ Mischform (Co KG)	3 %
☒ GmbH	1,5 %
☐ AG (nicht börsennotiert)	0,5 %
☐ AG (börsennotiert)	0 %

Abb. 14: Bestimmung des Immobilitätszuschlags.
Quelle: Eigene Berechnung

Im Wesentlichen berücksichtigt dieser Faktor die geringere Fungibilität (Möglichkeit zum Kauf oder Verkauf) des Bewertungsobjekts gegenüber einer reinen Kapitalanlage. Da es sich im vorliegenden Fall um eine GmbH handelt, beträgt der von uns angesetzte Zuschlag 1,5 %.

5.5 Zusammenschau des Kapitalisierungszinssatzes

Die Inbetrachtziehung und Bewertung der Risikofaktoren ergibt somit einen Zuschlag von 13,340 % auf den Basiszinssatz (2,35 %) zum Bewertungsstichtag (08. Februar 202). Daraus ergibt sich ein Kapitalisierungszinssatz von 15,681 %.

Elemente des Kapitalisierungszinssatzes	
Basiszinssatz	2,350 %
branchenbezogene Risiken	13,38 %
Chancenabschläge	-3,734 %
Risikozuschläge	2,181 %
Immobilitätszuschlag	1,50 %
Risikozuschläge	13,331 %
Kapitalisierungszinssatz	15,681 %

Abb. 15: Zusammenschau der den Kapitalisierungszinssatz bildenden Risikofaktoren.
Quelle: Eigene Berechnung.

VERTRAULICH

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 GuV weitgehend ausschöpfen. Letztlich kann man mithilfe 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 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.¹⁶

Im vorliegenden Fall zeigt sich, dass das Bewertungsobjekt über eine sehr gute finanzielle Stabilität verfügt, was künftige Expansionsschritte erleichtert oder auch krisenhafte Erscheinungen – etwa im Kontext der Covid-19-Pandemie – leichter bewältigen hilft. Die Entwicklung über den Betrachtungszeitraum ist sehr positiv, es kam zu deutlichen Verbesserungen über den Zeitlauf. Im Schnitt ist über die Jahre 2019 bis 2022 beträgt die Note für die finanzielle Stabilität 1,88 und für die Ertragslage 3,88. Im Jahr 2022 waren die Noten deutlich besser, 1,0 und 3,0. Das Gesamtergebnis liegt im Schnitt bei 2,88 und ist damit gut, das Gesamtergebnis 2022 sogar bei einer glatten 2.

Auf Basis dieses Ergebnisses ist es sinnvoll, mit der Bewertung fortzuschreiten, da eine Insolvenzgefahr auf Basis der Kennzahlen als nicht sehr wahrscheinlich angenommen werden kann.

Quick Test	2019 Note	2020 Note	2021 Note	2022 Note	Ø-Note
1. EK-Quote	66,77 % 1	65,75 % 1	65,89 % 1	67,98 % 1	1
2. fiktive Schuldentilgungsdauer	6,76 Jahre 3	12,6 Jahre 4	5,46 Jahre 3	2,71 Jahre 1	2,75
Finanzielle Stabilität	2,00	2,50	2,00	1,00	1,88
3. EBIT-Quote	5,16 % 4	-1,38 % 5	5,26 % 4	8,36 % 3	4
4. Cash-flow-Quote	2,63 % 4	1,84 % 4	4,43 % 4	6,07 % 3	3,75
Ertragslage	4,00	4,50	4,00	3,00	3,88
Gesamtergebnis	3,00	3,50	3,00	2,00	2,88

Abb. 16: Quick Test auf Basis der Jahresabschlüsse 2019–2022.
Quelle: eigene Berechnung.

¹⁶ Zum Bewertungsschema siehe Anhang II, Seite 37.

VERTRAULICH

6.2 Geschäftsentwicklung

Wie auch im Gesamtmarkt haben die Jahre 2020 und 2021 ihre Spuren in den Büchern der Gesellschaft hinterlassen. Die multiplen Krisen unserer Zeit und hier insbesondere die damit einhergehende allgemeine Teuerung und die Ansteige insbesondere der Energiepreise werden noch einige Zeit das Geschehen dominieren.

Andererseits ist es gelungen, auf der Kundenseite Preissteigerungen von rund 6 % durchzusetzen, wodurch die Effekte der Inflation abgemildert werden. Dank der guten Marge ist eine weiterhin stabile Entwicklung förmlich vorprogrammiert. Insbesondere durch die Eigenmarke [REDACTED] und die Handelsverpackungen gibt es großes Potenzial für margenträchtiges Wachstum, da der Markt zu qualitativ höherwertiger Ware strebt. Außerdem scheinen die Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite für 2023 schon durchgehend erfolgt, weshalb auch im Jahr 2023 mit neuen Umsatz- und Ergebnisrekorden zu rechnen sein wird.

Sehr erfreulich ist die Entwicklung im Jahr 2022. Der Umsatz stieg um rund 45 % gegenüber dem Jahr 2021. Das EBITDA kam bei rund 262.000 € zu liegen (8,91 % Marge), nachdem es 2021 noch bei 145.298,15 € lag (7,14 % Marge).

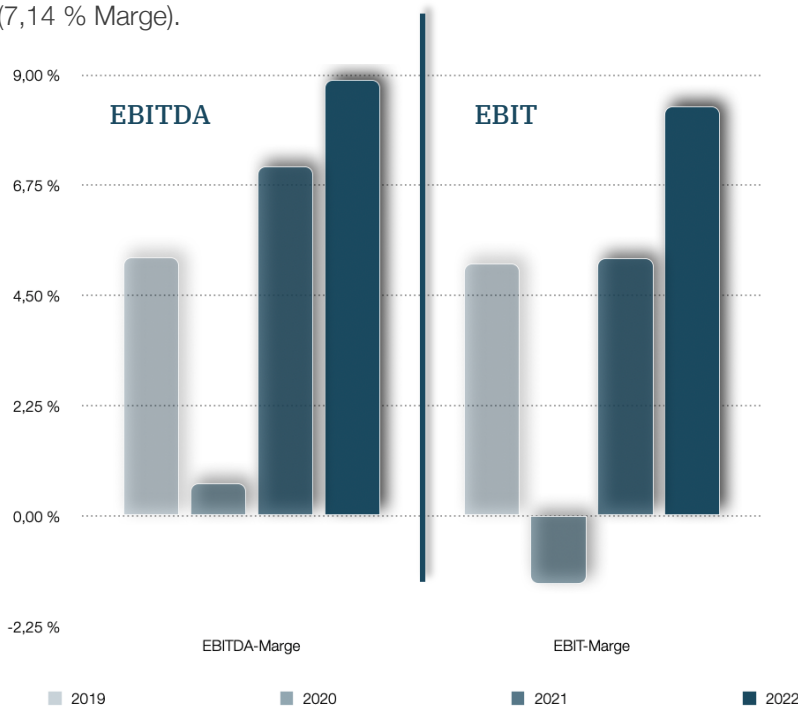


Abb. 17: Entwicklung der EBITDA und der EBIT-Marge 2019–22.
Quelle: [REDACTED] eigene Berechnung.

Wie in Abb. 17 zu sehen ist, war die EBIT-Marge im Jahr 2020 sogar negativ, während die EBITDA-Marge positiv war. Das lag an höheren Abschreibungen auf Vermögenswerte des Umlaufvermögens und hier im Konkreten an Abschreibungen auf fertige und unfertige Erzeugnisse; stellt also ein singuläres Ereignis dar.

Interessant ist auch die Entwicklung der Mitarbeiterproduktivität (vgl. Abb. 18). Mit 294.659 € Umsatz je Mitarbeiter stieg sie im Jahr 2022 um fast 45 %. Auch hier zeigt sich, dass die Rentabilität enorme Sprünge

VERTRAULICH

gemacht hat. Je Mitarbeiter wurde im Jahr 2022 ein EBITDA von 26.239 € erzielt, während es 2021 noch 14.529,82 € betrug. Jeder Mitarbeiter erwirtschaftete im Jahr 2022 einen Jahresüberschuss von 19.405 €; auch hier eine beeindruckende Steigerung.

MA-Produktivität	2019	2020	2021	2022	Δ 2019/22
Anzahl Mitarbeiter (VZÄ)	9,6	11,2	10,0	10,0	4,17 %
Umsatz je Mitarbeiter	228.055 €	156.164 €	203.418 €	294.654 €	29,20 %
Personalaufwand je Mitarbeiter	39.501 €	29.780 €	41.028 €	51.633 €	30,71 %
EBITDA je Mitarbeiter	12.052 €	1.062 €	14.530 €	26.239 €	117,71 %
EBIT je Mitarbeiter	11.767 €	-2.161 €	10.692 €	24.644 €	109,44 %
Jahresüberschuss je Mitarbeiter	9.397 €	-496 €	9.421 €	19.405 €	106,51 %

Abb. 18: Mitarbeiterproduktivität.

Quelle: [REDACTED] eigene Berechnung.

Alles in allem scheint das Bewertungsobjekt auf einem soliden Weg zu sein. Es sind keine übertriebenen Kostenblöcke auszunehmen und die Ertragskraft ist als sehr gut einzuschätzen. Dies lässt weitere positive Ergebnisse in der Zukunft, eventuell eingebettet in einen strategischen Partner, als sehr wahrscheinlich erscheinen.

6.3 Gewinn- und Verlustrechnung

Durch den Sondereffekt der Covid-19-Pandemie ist der Blick auf die Umsatzentwicklung verzerrt, was auch das Ergebnis 2022 (2,95 Mio. € Umsatz) zeigt. Bemerkenswert ist, dass der relative Materialaufwand annähernd gleichgeblieben ist. Das Gleiche gilt auch für den Personalaufwand, wiewohl er in absoluten Zahlen um über 36 % gestiegen ist, hat er sich relativ zum Umsatz kaum verändert (vgl. hierzu auch die Ausführungen zu Mitarbeiterproduktivität in Abb. 18). Sehr erfreulich ist auch die Reduktion des relativen Anteils des sonstigen Aufwands, der von 18,06 % auf 15,35 % zurückging, indem – wie bereits erwähnt – keine „versteckten“ Kostenblöcke eingestellt sind. Wie auch insgesamt die Jahresabschlüsse einen sehr objektiven und aufgeräumten Einblick gewähren.

Diese kostenbewusste Entwicklung schlägt daher insgesamt sehr positiv auf die Ertragskennzahlen durch: Das EBITDA stieg im Vergleichszeitraum um 126,78 %, das EBIT um 118,16 % und der Jahresüberschuss um 115,12 %. Somit zeigt sich, dass die nur genügende Ertragskraft, wie sie im Quick Test eruiert wurde, im Laufe der Jahre massiv verbessert wurde und weist darauf hin, dass diese Entwicklung noch nicht zu einem Ende gekommen ist.

VERTRAULICH

Gewinn- und Verlustrechnung 01.01. bis 31.12.									
	2019	%	2020	%	2021	%	2022	%	Δ 2019/22
Umsatz	2.189.331	100,00 %	1.749.032	100,00 %	2.034.183	100,00 %	2.946.537	100,00 %	34,59 %
so. Erträge	2.652	0,12 %	54.526	3,12 %	115.433	5,67 %	110.888	3,76 %	4.081,94 %
Betriebsleistung	2.191.982	100,12 %	1.803.558	103,12 %	2.149.616	105,67 %	3.057.425	103,76 %	39,48 %
Materialaufwand	1.301.622	59,45 %	1.086.188	62,10 %	1.236.787	60,80 %	1.826.437	61,99 %	40,32 %
Rohgewinn	890.360	40,67 %	717.369	41,02 %	912.828	44,87 %	1.230.987	41,78 %	38,26 %
Personalaufwand	379.213	17,32 %	333.539	19,07 %	410.282	20,17 %	516.335	17,52 %	36,16 %
Abschreibungen	2.741	0,13 %	36.094	2,06 %	38.382	1,89 %	15.953	0,54 %	481,93 %
so. Aufwand	395.446	18,06 %	371.935	21,27 %	357.247	17,56 %	452.261	15,35 %	14,37 %
EBITDA	115.702	5,28 %	11.895	0,68 %	145.298	7,14 %	262.392	8,91 %	126,78 %
EBIT	112.960	5,16 %	-24.198	-1,38 %	106.916	5,26 %	246.439	8,36 %	118,16 %
Finanzerfolg	14.869	0,68 %	19.157	1,10 %	24.675	1,21 %	20.991	0,71 %	41,17 %
Ergebnis vor Steuern (EGT)	127.830	5,84 %	-5.042	-0,29 %	131.590	6,47 %	267.430	9,08 %	109,21 %
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	90.207	4,12 %	-5.560	-0,32 %	94.208	4,63 %	194.049	6,59 %	115,12 %
Gewinnausschüttung	0	0,00 %	0	0,00 %	0	0,00 %	0	0,00 %	n.V.
Bilanzgewinn	765.817	34,98 %	760.257	43,47 %	854.465	42,01 %	1.048.514	35,58 %	36,91 %

Abb. 19: GuV für die Geschäftsjahre 2019 bis 2022.
Quelle: , eigene Berechnung.

✱

6.3.1 Bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung

Besonders bei mittelständischen Unternehmen spiegelt die GuV häufig nicht den tatsächlichen operativen Geschäftsverlauf wider. Die Ursachen sind vorwiegend eigentümerbezogene Aufwendungen respektive 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 wäre aus unserer Sicht lediglich die Berücksichtigung eines Geschäftsführergehalts als Bereinigung einzustellen. Wir haben dies aber unterlassen, und empfehlen dieses Gehalt abzüglich der geringeren Steuerlast als Abschlag zu einem verhandelten Kaufpreis zu berücksichtigen, da hierbei noch die Forderung der Gesellschaft gegen den Gesellschafter in Betracht gezogen werden muss. Insgesamt bedeutet das, dass wir keine Bereinigung der GuV vorgenommen haben.

6.4 Bilanz

Auf der Aktivseite sticht die Zunahme des Anlagevermögens im Jahr 2021 ins Auge, das durch den Ankauf von LKW und PKW von 11.240 € auf 80.111,26 € gestiegen ist. Im Jahr 2022 ging das Investitionsvolumen wieder auf das Niveau von 2020 zurück. Das Umlaufvermögen wird vorrangig von Forderungen gegen den Gesellschafter (1.243.559,62 € – davon 1.200.000 € länger als ein Jahr –, der dafür im Jahr 2022 26.246,85 € an Zinsen bezahlt hat, die in der GuV als Zinsertrag verbucht sind) und Forderungen aus

VERTRAULICH

Lieferungen und Leistungen (158.611,26 €). Insgesamt zeigt die Aktivseite ein sehr geringes Anlagevermögen, was vor allem daran liegt, dass die Betriebsräumlichkeiten gemietet sind und was für ein Handelsunternehmen nicht weiter untypisch ist.

Bilanz zum 31.12.								
AKTIVA	2019	%	2020	%	2021	%	2022	%
A. Anlagevermögen	5.202,20	0,40 %	11.240,26	0,86 %	80.111,26	5,52 %	64.158,26	3,79 %
Imm. Verm.	924,92	0,07 %	4,59	0,00 %	4,59	0,00 %	4,59	0,00 %
Sachanlagen	4.277,28	0,33 %	11.235,67	0,86 %	80.106,67	5,52 %	64.153,67	3,79 %
Grundstücke	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
techn. Anlagen	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
BuG-Ausstattung	4.277,28	0,33 %	11.235,67	0,86 %	80.106,67	5,52 %	64.153,67	3,79 %
Finanzanlagen	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
B. Umlaufvermögen	1.294.169,72	99,54 %	1.299.465,08	99,06 %	1.370.794,88	94,41 %	1.627.547,91	96,15 %
Vorräte	103.878,72	7,99 %	74.643,16	5,69 %	50.692,09	3,49 %	110.755,31	6,54 %
Forderungen	1.147.243,84	88,24 %	1.181.804,76	90,09 %	1.316.484,89	90,67 %	1.459.944,33	86,25 %
Wertpapiere	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
Kassenbestand, Bankguthaben	43.047,16	3,31 %	43.017,16	3,28 %	3.617,90	0,25 %	56.848,27	3,36 %
C. und D. ARA und lat. Steuern	713,29	0,05 %	1.068,79	0,08 %	1.108,37	0,08 %	991,56	0,06 %
SUMME AKTIVA	1.300.085,21	100,00 %	1.311.774,13	100,00 %	1.452.014,51	100,00 %	1.692.697,73	100,00 %
PASSIVA	2019	%	2020	%	2021	%	2022	%
A. Eigenkapital	868.075,22	66,77 %	862.515,53	65,75 %	956.723,03	65,89 %	1.150.772,48	67,98 %
Nennkapital	102.258,38	7,87 %	102.258,38	7,80 %	102.258,38	7,04 %	102.258,38	6,04 %
Rücklagen	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
Bilanzgewinn	765.816,84	58,91 %	760.257,15	57,96 %	854.464,65	58,85 %	1.048.514,10	61,94 %
davon Jahresgewinn/ -verlust	90.206,58	6,94 %	-5.559,69	-0,42 %	94.207,50	6,49 %	194.049,45	11,46 %
B. Rückstellungen	307.616,31	23,66 %	309.843,08	23,62 %	304.716,38	20,99 %	347.009,90	20,50 %
Abfindungen & Pensionen	221.456,00	17,03 %	219.770,00	16,75 %	217.602,00	14,99 %	208.499,00	12,32 %
Steuern	61.666,31	4,74 %	36.454,08	2,78 %	36.132,38	2,49 %	108.187,90	6,39 %
sonstige	24.494,00	1,88 %	53.619,00	4,09 %	50.982,00	3,51 %	30.323,00	1,79 %
C. Verbindlichkeiten	124.393,68	9,57 %	139.415,52	10,63 %	190.575,10	13,12 %	194.915,35	11,52 %
davon Bank	0,00	0,00 %	110.000,00	8,39 %	96.250,00	6,63 %	68.750,00	4,06 %
davon Lieferanten	114.246,75	8,79 %	26.134,79	1,99 %	82.021,39	5,65 %	107.178,27	6,33 %
davon erh. Anzahlungen	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
D. PRA	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
SUMME PASSIVA	1.300.085,21	100,00 %	1.311.774,13	100,00 %	1.452.014,51	100,00 %	1.692.697,73	100,00 %

Abb. 20: Übersichtsbilanzen zum 31.12.2019, 2020, 2021 und 2022.
Quelle

Passivseitig sticht die hohe Eigenkapitalquote von 67,98 % heraus, die im Laufe der Zeit leicht gestiegen ist. Diese Zahl wird sich bei Ausschüttung des Gewinns entsprechend reduzieren. Sehr erfreulich sind die geringen Verbindlichkeiten und hier insbesondere die geringen Bankverbindlichkeiten, die erst in den beiden letzten Geschäftsjahren in den Büchern aufscheinen und wohl zur optimierten Zwischenfinanzierung herangezogen wurden.

Dies alles führt schließlich dazu, dass das Working Capital über 1,5 Mio. € beträgt. Daher wird belegt, dass das Umlaufvermögen nicht nur durch kurzfristige Verbindlichkeiten finanziert wird, sondern auch, dass das Unternehmen höchst liquide ist und das Risiko eventuell nötiger Finanzierungen vermindert wird. Trotz des schwierigen Marktumfeldes und des damit im Zusammenhang stehenden Rückgangs des

VERTRAULICH

Geschäftsvolumens stieg die Working-Capital-Ratio 1 von 1.044 % auf 1.290 % und liegt damit weit über dem Zielwert von 200 % lt. Bankers Rule, die WCR 2 von 944 % erhöhte sich auf 1.190 %, was exzellenten Werten entspricht und das Bewertungsobjekt diesbezüglich als enorm krisenresistent und bereit für Expansionsfinanzierungen präsentiert. Beide Kennzahlen erreichten im Jahr 2020 sogar Höchstwerte.

6.4.1 Bereinigte Bilanz

Da wir von einer Bereinigung der GF-Bezüge Abstand genommen haben, kommt es auch zu keiner Bereinigung der Bilanz. Allenfalls sticht hier die Forderung an den Gesellschafter heraus, die im Zuge der Verkaufsverhandlungen Gegenstand dieser sein sollte.

6.5 Nicht betriebsnotwendiges Vermögen und Nettoverschuldung

Die Gesellschaft besitzt nach uns vorliegenden Informationen kein nicht-betriebsnotwendiges Vermögen, daher ist auch keine entsprechende Bereinigung vorzunehmen.

Die Nettoverschuldung gibt an, wie hoch die Verschuldung eines Unternehmens ist, sofern alle Verbindlichkeiten durch kurzfristige Vermögenswerte getilgt würden. Sie wird aus dem zinstragenden Fremdkapital abzüglich der flüssigen Mittel berechnet. Pensions- und Abfertigungsrückstellungen werden dem zinstragenden Fremdkapital zugerechnet und vom Brutto-Unternehmenswert abgezogen. Übersteigen die kurzfristigen Vermögenswerte die zinstragenden Verbindlichkeiten, ist die Nettoverschuldung negativ und somit dem Unternehmenswert zuzurechnen.

Die Gesellschaft weist zum 31.12.2022 Bankverbindlichkeiten in Höhe von 68.750,00 € aus. Die liquiden Mittel betragen 56.848,27 €. Addiert man hier noch die anderen entsprechenden Positionen per definitionem hinzu, so ergibt sich eine Nettoverschuldung des Bewertungsobjekts in Höhe von –1.231.658 €. Da sie negativ ist, ist sie schließlich dem Unternehmenswert hinzuzurechnen. Das Bewertungsobjekt steht somit finanziell sehr solide da, da das Umlaufvermögen die Nettoverschuldung bei Weitem übertrifft.

6.6 Aktivierung des Werts der Unternehmenskultur

Nach unserer Bewertung und nach Berechnung wie in 2.5 bzw. 7.3 angeführt, ergibt sich ein aktivierbarer Wert der Unternehmenskultur (der Soft Facts bzw. der nicht-monetären Faktoren) von 306.059 €, weshalb die Bilanz und die GuV adaptiert¹⁷ wurden, um diesem Umstand Rechnung zu tragen.

Der bewerte Wert der Unternehmenskultur wurde im *Immateriellen Anlagevermögen* aktiviert, die darauf entfallende fiktive Steuer in den *sonstigen Rückstellungen* eingestellt und der *Bilanzgewinn* entsprechend adaptiert. Die entsprechend beeinflussten Positionen sind in Grün geschrieben.

¹⁷ Die adaptierten Bilanzen stellen lediglich eine Darstellungsoption dar und sind keine steuer- oder handelsrechtlich relevanten Rechenwerke.

VERTRAULICH

Adaptierte, bereinigte Bilanz zum 31.12.					
AKTIVA	2022	%	PASSIVA	2022	%
A. Anlagevermögen	370.217	18,52 %	A. Eigenkapital	1.374.368	68,76 %
Imm. Verm.	5	0,00 %	Nennkapital	102.258	5,12 %
Imm. Werte des Unt. (Unt.-Kultur)	306.059	15,31 %	Rücklagen	0	0,00 %
Sachanlagen	64.154	3,21 %	Bilanzgewinn	1.272.109	63,65 %
Grundstücke	0	0,00 %	davon Jahresgewinn/ -verlust	417.645	20,90 %
techn. Anlagen	0	0,00 %	B. Rückstellungen	429.474	21,49 %
BuG-Ausstattung	64.154	3,21 %	Abfindungen & Pensionen	208.499	10,43 %
Finanzanlagen	0	0,00 %	Steuern	190.652	9,54 %
B. Umlaufvermögen	1.627.548	81,43 %	sonstige	30.323	1,52 %
Vorräte	110.755	5,54 %	C. Verbindlichkeiten	194.915	9,75 %
Forderungen	1.459.944	73,04 %	davon Bank	68.750	3,44 %
Wertpapiere	0	0,00 %	davon Lieferanten	107.178	5,36 %
Kassenbestand, Bankguthaben	56.848	2,84 %	davon erh. Anzahlungen	0	0,00 %
C. und D. ARA und lat. Steuern	992	0,05 %	D. PRA	0	0,00 %
SUMME AKTIVA	1.998.757	100,00 %	SUMME PASSIVA	1.998.757	100,00 %

Abb. 21: Adaptierte Übersichts-Bilanz zum 31.12.2022.
Quelle: eigene Berechnung.

Der bewerte Wert der Soft Facts des Unternehmens wurde im *Immateriellen Anlagevermögen* aktiviert, die darauf entfallende fiktive Steuer in den *sonstigen Rückstellungen* eingestellt und der *Bilanzgewinn* entsprechend adaptiert.

In der Gewinn- und Verlustrechnung wurde der bewertete Wert der Unternehmenskultur als originär eigene Leistung des Unternehmens in der Position *andere aktivierte Eigenleistungen* eingestellt, die fiktive Steuer bemessen an der Steuerquote des Unternehmens für den *Jahresüberschuss* und den *Bilanzgewinn* berücksichtigt, sodass sich das Bild wie in Abb. 22 zeigt.

Adaptierte GuV		
	2022	%
Umsatz	2.946.537	100,00 %
sonstige Erträge	110.888	3,76 %
and. akt. Eigenleistungen (Unt.-Kultur)	306.059	10,39 %
Betriebsleistung	3.363.483	114,15 %
Materialaufwand	1.826.437	61,99 %
Rohgewinn	1.537.046	52,16 %
Personalaufwand	516.335	17,52 %
Abschreibungen	15.953	0,54 %
sonstiger Aufwand	452.261	15,35 %
EBITDA	568.451	19,29 %
EBIT	552.498	18,75 %
Finanzerfolg	20.991	0,71 %
Ergebnis vor Steuern (EGT)	573.489	19,46 %
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	417.645	14,17 %
Gewinnausschüttung	0	0,00 %
Bilanzgewinn	1.272.109	43,17 %

Abb. 22: Adaptierte Übersichts-GuV 2022.
Quelle: eigene Berechnung.

Dies bedeutet: Würde die Unternehmenskultur als Eigenleistung berücksichtigt, so stiege das EBIT auf **552.498 €** und der Jahresüberschuss erhöhte sich auf **417.645 €**.

VERTRAULICH

7 Unternehmensbewertung – Berechnungen

Wie in Pkt. 2.4 erwähnt, erfolgt die Bewertung nach einer speziellen Methode – der **aumento value® estimation**, deren Ergebnis auf einem modifizierten Ansatz nach dem AWH-Standard basiert. Der sich 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.

In den Punkten 7.1 bis 7.3 sind im Sinne der Transparenz und der Nachvollziehbarkeit alle Parameter, die in die Bewertung einfließen sowie die einzelnen Berechnungsschritte dargestellt. Damit ist eine Validierung der Ergebnisse möglich. Zu erwähnen ist in diesem Zusammenhang, dass der zu erwartende gewichtete betriebswirtschaftliche (Bilanz-) Gewinn der gewichtete (das aktuelle Geschäftsjahr wird mit dem Faktor 4, das älteste mit dem Faktor 1 gewichtet) EBITDA der letzten vier Geschäftsjahre ist. Er weist somit in die Zukunft und gibt damit das Potenzial basierend auf der Dynamik der Entwicklung in den vergangenen Jahren wieder, stellt aber keine Prognose etwaiger real erwirtschaftbarer Gewinne dar.

Zur Erläuterung der einzelnen Jahresabschluss-Kennzahlen, die u.a. zu Beginn dieses Gutachtens aufgeführt sind, findet sich in Anhang III ein Glossar. Die Reihung der Einträge erfolgt dabei nicht alphabetisch, sondern entsprechend der Reihenfolge in der Kennzahlenübersicht des o.a. Punktes.

7.1 Bestimmung der Ausgangswerte

zu erwartender gewichteter betriebswirtschaftlicher Gewinn	(P _E)	284.477 €
Gewinnvortrag	(GV)	1.048.514 €
Nettoverschuldung	(NV)	-1.231.658 €
nicht-betriebsnotwendiges Vermögen	(nbV)	0 €
Summe der Risikofaktoren	(RF)	13,340 %
Kapitalisierungszinssatz	(i)	15,681 %
Anlage- und Umlaufvermögen im letzten Geschäftsjahr	(Verm)	1.691.906 €
Fremdkapital im letzten Geschäftsjahr	(FK)	541.925 €

Rundungsdifferenzen können sich ergeben!

7.2 Unternehmenswert

$$\begin{aligned} \text{Bewertung} &= \frac{P_E}{i} - NV + nbV - GV = \\ &= \frac{284.477}{\frac{15,681 \%}{100}} - (-1.231.658) + (0) - 1.048.514 = \end{aligned}$$

Unternehmenswert nach aumento value® estimation (gerundet): 2.000.000 €

VERTRAULICH

7.3 Wert der Unternehmenskultur (aktivierbare Soft Facts)

Wert der nicht-monetären Faktoren = $(\text{Unternehmenswert} - \text{Verm} + \text{FK}) \times (1 + \text{RF})^{-15} =$

$$= (2.000.000 - 1.691.906 + 541.925) \times \left(1 + \frac{13,340\%}{100}\right)^{-15}$$

Wert der Unternehmenskultur (aktivierbare Soft Facts)

306.059 €

*

VERTRAULICH

8 Anhang I: Bewertungsschema des Quick Tests

Der Wiener (daher das 5-stufige Schulnotensystem) Prof. Peter Kralicek hat auf Basis seiner Forschungen¹⁸ und praktischen Erkenntnisse ein System mit vier Kennzahlen entwickelt und über Jahre auf seine Zuverlässigkeit getestet. Mit diesem Quick Test können Unternehmen auf einfache Art und Weise und doch zuverlässig analysiert werden. Die Kennzahlen selbst sind auch in den Ratingsystemen der Kreditinstitute enthalten.

Der Quick Test sollte dabei nicht als alleiniges Beurteilungskriterium verwandt werden, stellt aber einen guten Ausgangspunkt für die Ursachenforschung dar und ist daher nicht umsonst unser Ausgangspunkt bei der Bewertung. Kralicek selbst hat auch das Beurteilungsschema geliefert, das in Abb. 23 aufgeführt ist.

Kennzahl	sehr gut (1)	gut (2)	mittel (3)	schlecht (4)	insolvenz- gefährdet (5)
(1) EK-Quote	> 30%	> 20 %	> 10 %	< 10 %	negativ
(2) Schuldentilgungsdauer	< 3 Jahre	< 5 Jahre	< 12 Jahre	< 30 Jahre	> 30 Jahre
(A) Finanzielle Stabilität – Notendurchschnitt aus (1) und (2)					
(3) GK-Quote	> 15 %	> 12 %	> 8 %	< 8 %	negativ
(4) Cash-flow der Betriebsleistung	>10 %	> 8 %	> 5 %	< 5 %	negativ
(B) Ertragslage – Notendurchschnitt aus (3) und (4)					
Gesamtergebnis – Notendurchschnitt aus (A) und (B)					

Abb. 23: Bewertungsschema des Quick Tests.
Quelle: Eigene Darstellung nach Kralicek (2008), S. 69–82.

¹⁸ Vgl. Kralicek, Peter; Böhmendorfer, Florian; Kralicek, Günther (2008): Kennzahlen für Geschäftsführer: - Bilanzanalyse und Jahresabschluss-szenarien - Controlling und Cash-Management - Investitionsentscheidungen und Unternehmensbewertung. Wien: mi-Wirtschaftsbuch (ISBN: 978-3-636-03122-8; <https://amzn.to/3rD4Kym>).

VERTRAULICH

9 Anhang II: 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: „Wie viel Geld (und nicht: wie viel 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, wie viel 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, ± 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

VERTRAULICH

Investitionsaufwand (operativer Gewinn). Das EBITDA wird zur Unternehmensbewertung, der Bewertung der 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 (möglichweise 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.

VERTRAULICH

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

Working Capital: Das Working Capital gibt Auskunft über die Finanzkraft eines Unternehmens. Sein Wert ergibt sich aus der Differenz des Umlaufvermögens und der kurzfristigen Verbindlichkeiten und wird zur Beobachtung und Messung der Veränderung der Liquidität herangezogen. So können Aussagen über die Liquiditätsfähigkeit des Unternehmens getroffen werden und inwieweit Finanzierungsmittel für Geschäftsausbau und Wachstum zur Verfügung stehen.

Working-Capital-Ration 1 (WCR 1): Die WCR 1 gibt den Anteil der kurzfristigen Verbindlichkeiten an, der durch das Umlaufvermögen finanziert werden kann. Man spricht auch vom Liquiditätskoeffizienten bzw. der Liquidität 3. Grades.

Working-Capital-Ration 2 (WCR 2): Wird das Working Capital ins Verhältnis zum kurzfristigen Umlaufvermögen gesetzt, erhält man den prozentualen Anteil des Umlaufvermögens, das langfristig finanziert ist.

Liquidität 1. Grades (Cash Ratio): Diese Kennzahl erlaubt einen schnellen Einblick, ob das Unternehmen in der Lage ist, kurzfristig bevorstehende Zahlungen fristgerecht zu leisten (kurzfristige Verbindlichkeiten im Verhältnis zu den verfügbaren flüssigen Mitteln).

Liquidität 2. Grades (Quick Ratio): Analog zur Cash Ratio, nur werden hier noch die kurzfristigen Forderungen mitberücksichtigt. Grundsätzlich gilt: je niedriger dieser Wert, desto schlechter. Als ideal wird ein Wert zwischen 100 % und 120 % angesehen.

Liquidität 3. Grades (Current Ratio): Werden auch noch die Vorräte in Betracht gezogen, so kommt diese Kennzahl zum Einsatz. Idealerweise liegt das Ergebnis über 120 %.

Die Formel lautet dementsprechend:

$$\frac{(\text{Flüssige Mittel})}{(\text{kurzfristige Verbindlichkeiten})} \times 100$$

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

VERTRAULICH

Eigenkapitalrendite für die Eigentümer gesteigert werden) 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.

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.

VERTRAULICH

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.

Rohhertrag / 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 Rohhertrag 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 (insbesondere Zinskosten, Verwaltungskosten) vom Umsatz abgezogen. Damit beziffert die Nettomarge letztlich 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 übrigbleiben.

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.

Nettoverschuldung: Die Nettoverschuldung ist der Betrag des Fremdkapitals, der nicht durch kurzfristig verfügbare Mittel gedeckt ist. Mit anderen Worten erhält man durch diese Kennzahl die Information über die Geldsumme, die nach Abzug der flüssigen Mittel vom Fremdkapital offen bleibt, bzw. wie viel Geld nach Verbrauch der flüssigen Mittel zur Rückzahlung der Darlehen noch nötig wäre; wie viel also vom Anlage- bzw. Umlaufvermögen aufgelöst werden müsste.

Nettoverschuldungsgrad: Errechnet als Nettoverschuldung im Verhältnis zum EBITDA und gibt an, wie viele Jahre ein Unternehmen benötigt, um die aktuellen Nettoverpflichtungen zu bedienen. Er wird als „x“ angegeben und sagt damit aus, wie oft das aktuelle EBITDA verdient werden muss, um den Verpflichtungen nachzukommen.

VERTRAULICH

Gearing: Eine oft verbreitete Kennzahl ist das Gearing (Steuerung). Diese Zahl gibt Auskunft über das finanzielle Risiko eines Unternehmens. Sie wird errechnet, indem das zinstragende Fremdkapital abzüglich der liquiden Mittel durch das Eigenkapital dividiert wird. Je höher das Gearing, desto negativer ist die Aussage, ab 70 % wird die Lage kritisch, über 100 % sollten dringend Kapitalmaßnahmen gesetzt werden.

fiktive Schuldentilgungsdauer: Die Schuldentilgungsdauer gibt Auskunft darüber, wie viele Jahre ein Unternehmen benötigt, um seine Schulden aus eigener Kraft (also mithilfe der erzielten Netto Cash-flows) zurückzuzahlen. Die Differenz aus Fremdkapital und liquider Mittel wird auf den Netto Cash-flow bezogen. Je höher dieser Wert, desto schlechter.

*

VERTRAULICH