

Die Bewertungsguillotine nach OR 725

Kurzseminar Turnaround

Zürich, 5. März 2020



Building a better
working world

Der theoretisch «richtige» Wert

Der Unternehmenswert entspricht dem **Barwert** aller dem Investor in Zukunft aufgrund der Investition zufließenden **Netto-Einnahmen**, diskontiert mit einem **risikogerechten Zinssatz**:



$$\text{Unternehmenswert} = \sum_{t=0}^{\infty} \text{Netto-Einnahmen} \times df_t$$

Wobei:

$$df_t = \text{Diskontierungsfaktor zum Zeitpunkt } t = \frac{1}{(1 + \text{Zinssatz})^t}$$

Ökonomische Grundkonzepte:

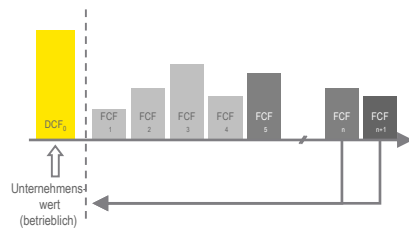
- Zeitwert des Geldes (time value of money)
- Risikoprofil der zukünftigen Netto-Einnahmen
- Fortführungsannahme (going concern)

Die gängigsten Bewertungsmethoden

Ertragswertmethode

- ▶ Discounted Cash Flow (DCF)
- ▶ Historischer Ertragswert

Der Unternehmenswert ergibt sich aus den diskontierten zukünftigen freien Cashflows des operativen Geschäfts resp. der kapitalisierten Durchschnittsgewinne in der Vergangenheit.

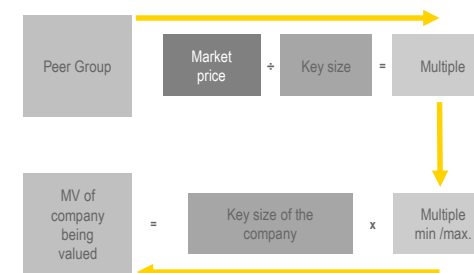


9%
WACC

Marktwertmethode

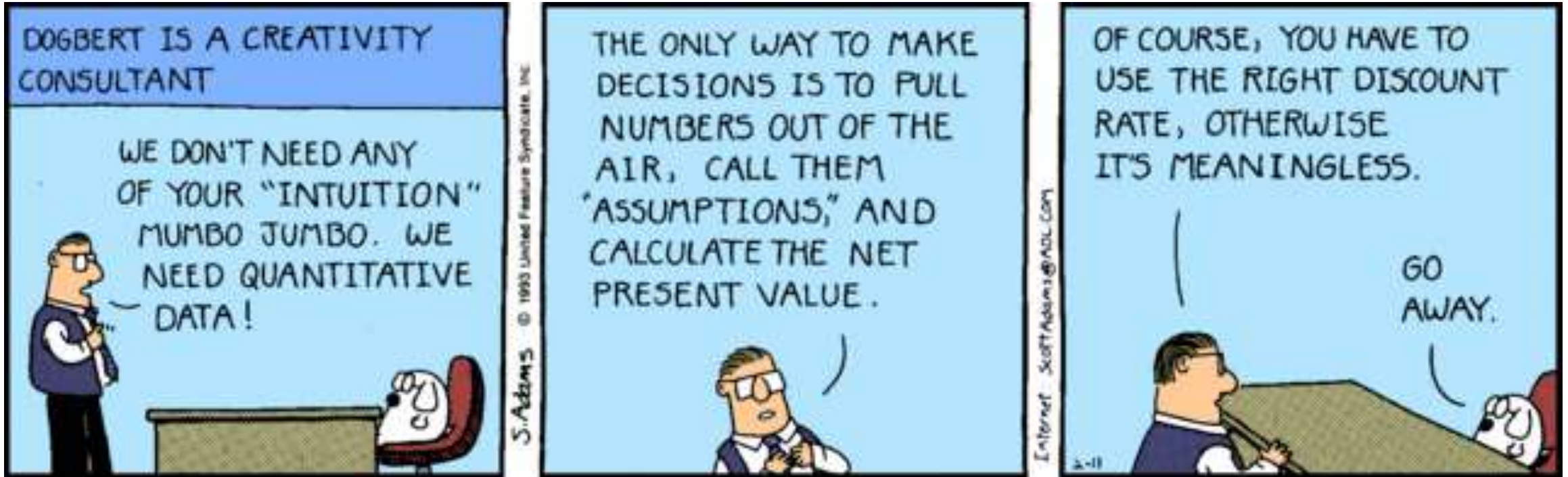
- ▶ Trading Multiples
- ▶ Transaction Multiples

Die Marktwertmethode basiert auf dem Vergleich mit Unternehmen in derselben Branche anhand einer Schlüsselgröße (beobachtbare Marktwerte). Dabei wird der Unternehmenswert in Relation dieser Schlüsselgröße berechnet.

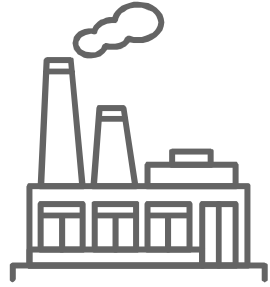


8x
EBITDA
Multiple

Net present value...



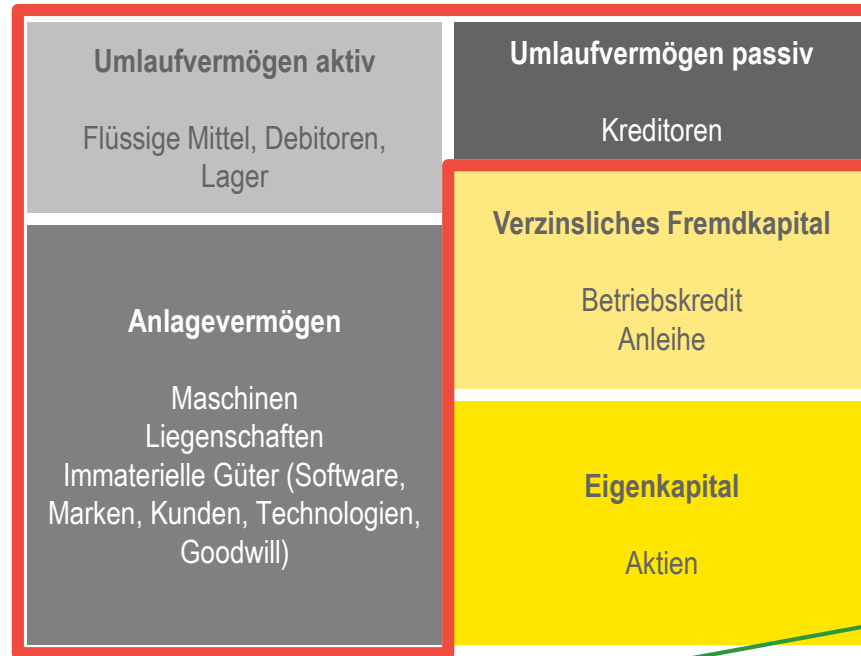
Wertüberlegungen unter der Fortführungs-annahme (engl. going concern)



Umsatz

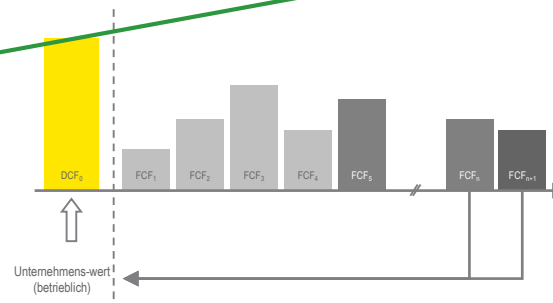
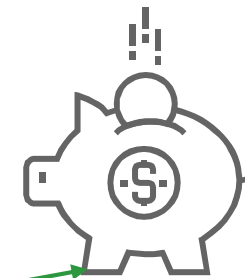
- Materialkosten
- Betriebskosten
- Personalkosten
- Steuern
- Veränderungen NUV
- Investitionen

= Free Cash Flows to the Firm



▶ Cash Flows, die FK- und EK-Geber gleichermaßen zur Verfügung stehen

- ▶ Rückführung FK & Zinsen
- ▶ Dividenden & EK-Rückzahlungen



9%

WACC

Typisches Verhältnis zwischen Buchwerten und Marktwerten

Buchwerte (Annahme: true and fair view)



Marktwerte



Template: Standard | Restatement: Latest Filings | Enable Freeze Panes

Period Type: Annual | Order: Latest on Right | Go | More Options >>

'96 '97 '98 '99 '00 '01 '02 '03 '04 '05 '06 '07 '08 '09 '10 '11 '12 '13 '14 '15 '16 '17 '18 '19 View All

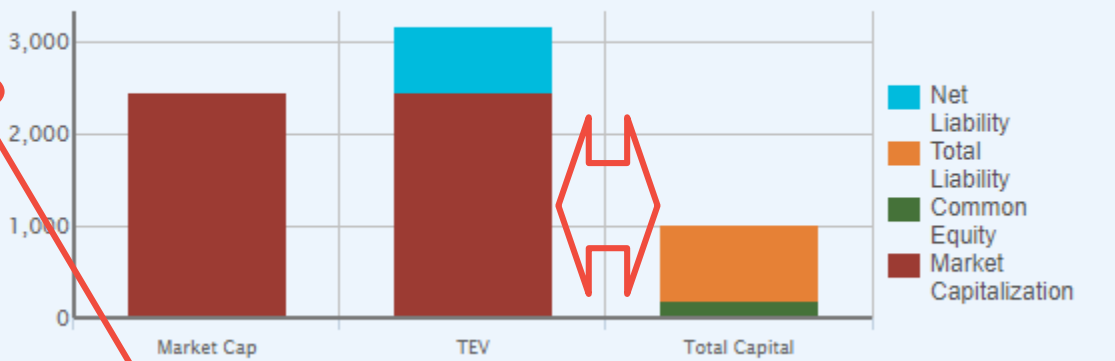
In Millions of the reported currency, except per share items.

Chart Selected Items

Balance Sheet as of:	Jun-30-2018	Jun-30-2019
Currency	CHF	CHF
ASSETS		
Cash And Equivalents	145.3	122.4
Trading		
Total		

Latest Capitalization (Millions of CHF) View Historical Capitalization

Currency	CHF
Share Price	595.50
Shares Out.	4.1
Market Capitalization	
- Cash & Short Term Investments	122.4
+ Total Debt	766.8
+ Pref. Equity	-
+ Total Minority Interest	61.9
= Total Enterprise Value (TEV)	3,174.8
Book Value of Common Equity	196.6
+ Pref. Equity	-
+ Total Minority Interest	61.9
+ Total Debt	766.8
= Total Capital	1,025.3



LIABIL		
Accounts Payable	168.5	134.3
Accrued Exp.	268.1	268.1
Short-term Borrowings	148.9	84.9
Curr. Port. of LT Debt	7.6	1.4
Curr. Income Taxes Payable	51.3	45.8
Unearned Revenue, Current	33.7	34.1
Other Current Liabilities	87.2	73.5
Total Current Liabilities	763.5	642.1
Long-Term Debt	680.5	680.5
Pension & Other Post-Retire. Benefits	303.0	295.5
Def. Tax Liability, Non-Curr.	38.8	25.4
Other Non-Current Liabilities	9.5	7.0
Total Liabilities	1,795.3	1,650.5
Common Stock	0.4	0.4
Additional Paid In Capital	811.3	811.3
Retained Earnings	1,175.1	1,244.9
Treasury Stock	(10.3)	(40.2)
Comprehensive Inc. and Other	(1,802.9)	(1,819.8)
Total Common Equity	173.6	196.6
Minority Interest	13.4	11.0
Total Equity	187.0	258.5
Total Liabilities And Equity	1,982.3	1,909.0



Substanzwertmethoden

- ▶ Fortführungswerte
- ▶ Liquidationswerte

Die Substanzwertmethode orientiert sich an der Bilanz des Unternehmens und definiert in der Regel das untere Bewertungslimit.

OR 725, Abs 2:

- ▶ Wenn begründete Besorgnis einer Überschuldung besteht, muss eine Zwischenbilanz erstellt und diese einem zugelassenen Revisor zur Prüfung vorgelegt werden.² Ergibt sich aus der **Zwischenbilanz**, dass die Forderungen der Gesellschaftsgläubiger weder zu **Fortführungs-** noch zu **Veräußerungswerten** gedeckt sind, so hat der Verwaltungsrat den Richter zu benachrichtigen, sofern nicht Gesellschaftsgläubiger im Ausmass dieser Unterdeckung im Rang hinter alle anderen Gesellschaftsgläubiger zurücktreten.
- ▶ Der Prämissenwechsel von der Fortführungsannahme zu der Veräußerungsannahme hat weitreichende Auswirkungen auf die Bewertung der Bilanzpositionen
- ▶ Muss ein Aktivum unter Zeitdruck veräußert werden, drückt dies normalerweise auf den zu erzielenden Erlös

Bilanz zu Fortführungs- und Veräusserungswerten



Buchwerte (Fortführung)

Flüssige Mittel	Kreditoren
Debitoren	Verzinsliches Fremdkapital
Lager	
Maschinen	Betriebskredit Anleihe
Liegenschaften	Eigenkapital
Immaterielle Güter	

Veräusserungswerte

Flüssige Mittel	Kreditoren
Debitoren	Rückstellungen für Liquidationskosten
Lager	
Maschinen	Latente Steuern auf Liegenschaften
Liegenschaften	Verzinsliches Fremdkapital



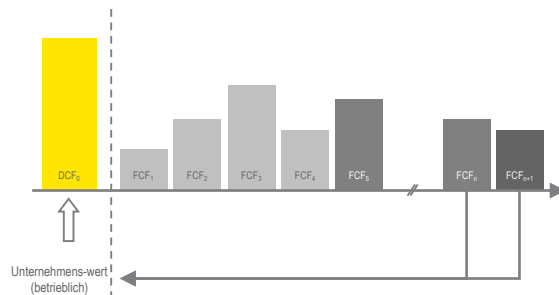
Der Kreis zum theoretisch richtigen Wert schliesst sich



- ▶ Auch die «Zwischenbilanz zu Veräusserungswerten» ist an sich nichts Anderes, als eine verkürzte DCF-Bewertung:

Normale DCF Bewertung

- ▶ Planungszeitraum 5-10 Jahre
- ▶ Residualwert mit «ewiger Rente»
- ▶ Abgezinst auf heute mit dem Diskontierungssatz



Veräusserungswerte (hypothetisches Szenario)

- ▶ Zeithorizont < 12 Monate
- ▶ Netto-Cashflows stehen FK- und EK-Geber zur Verfügung

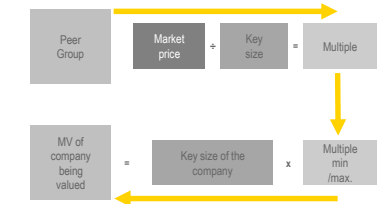
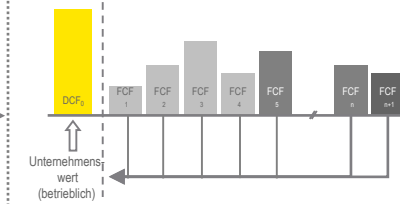
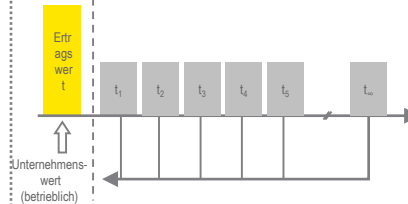
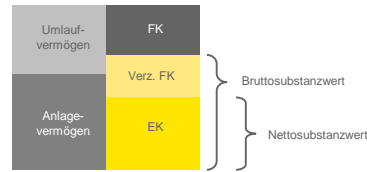
	März	April	Mai	Juni	Juli	August
Cash Inflow						
Eintreiben von Debitoren	30	25	10	5		
Abverkauf des Lagers		100		50		
Verkauf des Maschinenparks			250			
Veräusserung der Liegenschaften					300	
Cash Outflow						
Laufende Betriebskosten	-50	-40	-30	-25	-25	-25
Lohnfortzahlungen	-100	-100	-100			
Liquidationskosten		-30	-30	-30		
Latente Steuern Liegenschaftsverkauf					-50	
Bezahlung von Kreditoren				-30	-50	
Monatliche Cashflows	-120	-45	100	-30	175	-25
Netto-Cashflows (undiskontiert)	55					

Anhang

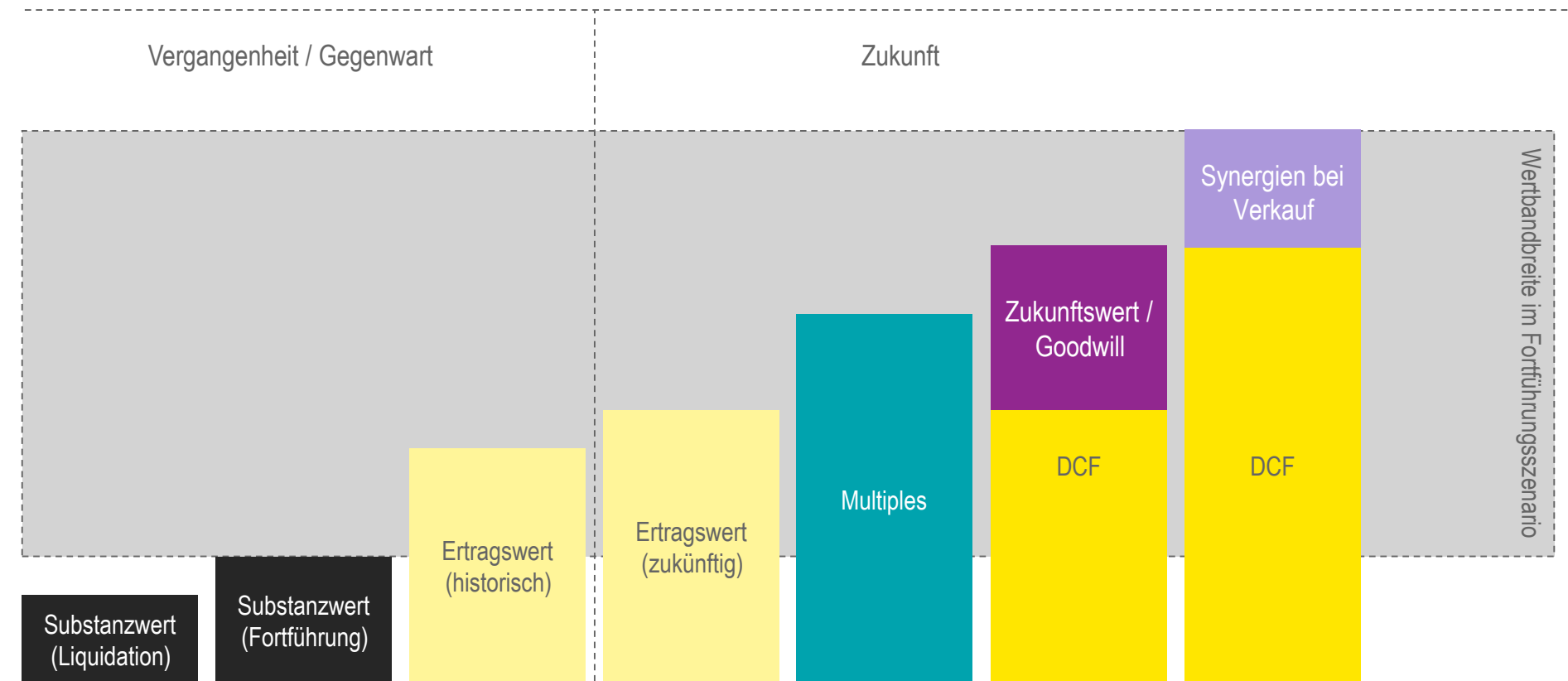


Zusammenfassung der Bewertungsmethoden

Methode	Substanzwertmethode	Ertragswertmethode	DCF-Methode	Marktwertmethode
Schwerpunkt	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Geprüfte Bilanz 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Geprüfte Erfolgsrechnungen ▶ Gewinn-Orientierung 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Businessplan ▶ Cashflow-Orientierung 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Referenzwerte von Vergleichsunternehmen/Transaktionen
Vorteil	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Einfach ▶ Eignet sich für kapitalintensive Unternehmen 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Einfach ▶ Approximatives Verfahren, falls keine Planzahlen zur Verfügung stehen 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Zukunftsorientiert ▶ Genaue Planung möglich bei volatilem Ergebnis ▶ Als „best practice“ akzeptiert 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Einfach ▶ Schnell
Nachteil	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Vergangenheitsorientiert ▶ Immaterielle Vermögenswerte werden nicht beachtet 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Vergangenheitsorientiert ▶ Annahme einer stabilen Gewinnerwartungen 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Planzahlen notwendig ▶ Hohe Subjektivität in der Schätzung der einzelnen zukünftigen Finanzzahlen 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Anzahl echt vergleichbarer Unternehmen/Transaktionen ist oft klein (v.a. in Europa) ▶ Oft nur Vergleichsrechnung
Anmerkungen	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Die Substanzwertmethode definiert im Normalfall die Wertuntergrenze 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Führt bei stabiler Ertragslage und konstantem Investitionsverhalten zu einem realistischen Unternehmenswert 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Der Unternehmenswert ergibt sich aus den diskontierten zukünftigen freien Cashflows des operativen Geschäfts 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Der ermittelte Unternehmenswert basiert auf den Erwartungen des Marktes



Normales Bild bei «gesunden» Unternehmen



Referent



Hannes Schobinger, CFA, lic. oec. publ.

Associate Partner, Head Valuation, Modeling & Economics

Tel: +41 58 286 42 91

Email: hannes.schobinger@ch.ey.com

<https://www.linkedin.com/in/hanesschobinger/>

EY | Assurance | Tax | Transactions | Advisory

About EY

EY is a global leader in assurance, tax, transaction and advisory services. The insights and quality services we deliver help build trust and confidence in the capital markets and in economies the world over. We develop outstanding leaders who team to deliver on our promises to all of our stakeholders. In so doing, we play a critical role in building a better working world for our people, for our clients and for our communities.

EY refers to the global organization, and may refer to one or more, of the member firms of Ernst & Young Global Limited, each of which is a separate legal entity. Ernst & Young Global Limited, a UK company limited by guarantee, does not provide services to clients. For more information about our organization, please visit ey.com.

© 2018 EYGM Limited.

All Rights Reserved.

ey.com