

Schwerpunktfach Unternehmensprüfung

Seminarreihe Unternehmensbewertung

**Marktorientierte Unternehmensbewertung:
Multiplikatorverfahren**

Klaus Wenzel (WP/StB)

Juli 2023

Inhalt

1 Crowe | BPG: Ein Überblick

2 Definition und Grundidee

3 Verfahren der marktorientierten Unternehmensbewertung

4 Prozess der Berechnung

5 Übersicht ausgewählter Multiplikatoren

6 Praxisbeispiel: Marktorientierte Bewertung der Energy AG

7 Beurteilung der marktorientierten Unternehmensbewertung und Anwendungsgebiete



Crowe | BPG: Ein Überblick



1979
Gründung
der BPG
in Krefeld

2001

Partnerschaftsorganisation
mit 10 Partnern unter der
BPG AG (seit 2021 BPG
Holding GmbH)

2004

Mitglied der
„Leading Edge
Alliance“ bis
2020



Seit 01.07.2020
Mitglied des
Crowe Netzwerks



Standorte in Krefeld,
Düsseldorf und Berlin

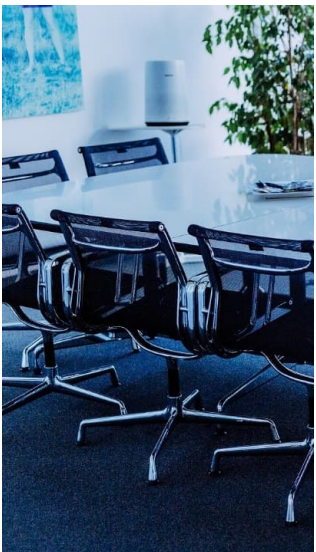


Jahresumsatz ca.
EUR 10,4 Mio.



92 Mitarbeiter
(darunter 22 WP und StB)





Crowe BPG | Die Standorte

Krefeld

Uerdinger Straße 532
47800 Krefeld
Deutschland

+49 2151 508 400
+49 2151 508 401
info@crowe-bpg.de

55 Mitarbeiter

9 Partner
5 Wirtschaftsprüfer
9 Steuerberater
25 Professionals
14 Verwaltungskräfte

Düsseldorf

Graf-Adolf-Platz 12
40213 Düsseldorf
Deutschland

+49 211 17298 0
+49 211 17298 29
bpg-duesseldorf@crowe-bpg.de

28 Mitarbeiter

3 Partner
3 Wirtschaftsprüfer
2 Steuerberater
15 Professionals
5 Verwaltungskräfte

Berlin

Hardenbergstraße 19
10623 Berlin
Deutschland

+49 30 327806 0
+49 30 327806 24
bpg-berlin@crowe-bpg.de

9 Mitarbeiter

2 Partner
2 Wirtschaftsprüfer
1 Steuerberater
4 Professionals
2 Verwaltungskräfte

Crowe BPG – Advisory | Kontakt



Klaus Wenzel

Wirtschaftsprüfer / Steuerberater

Geschäftsführer

✉ wenzel@crowe-bpg.de

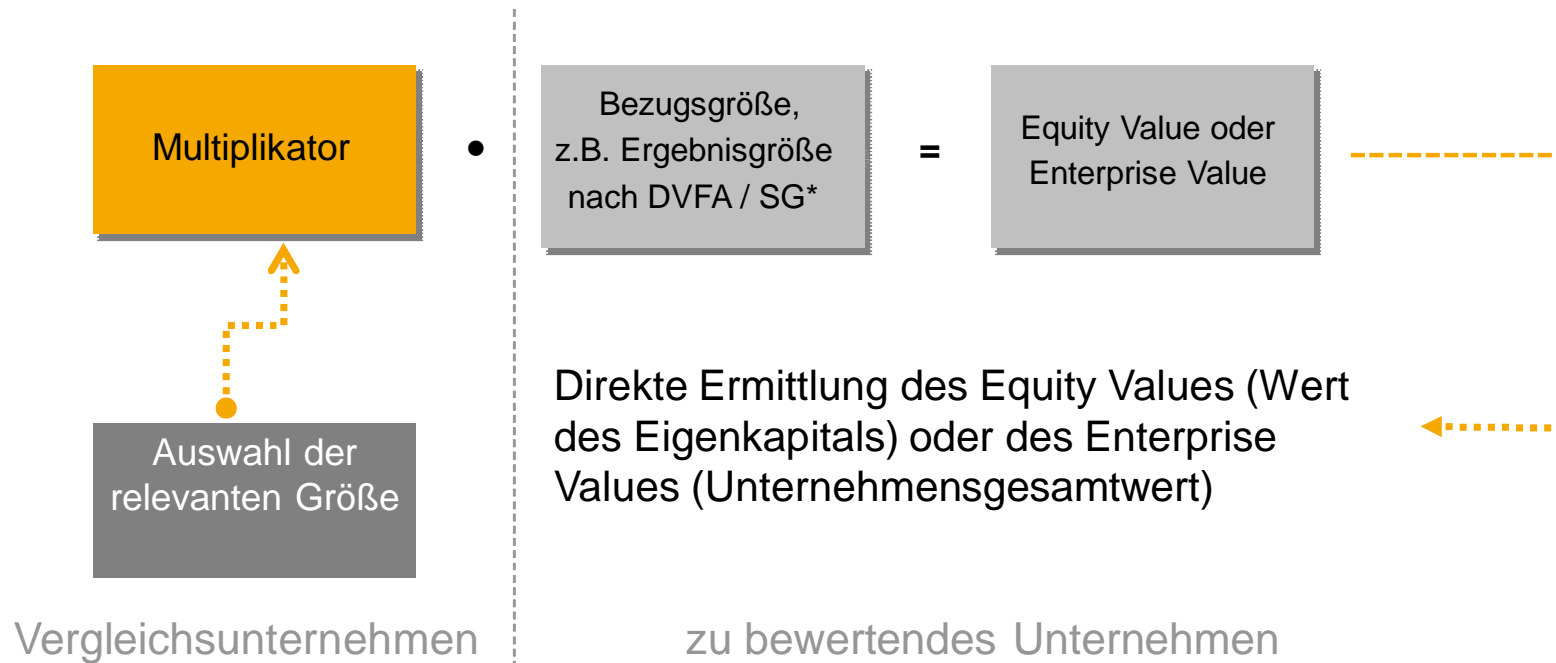
📍 Krefeld



Definition und Grundidee

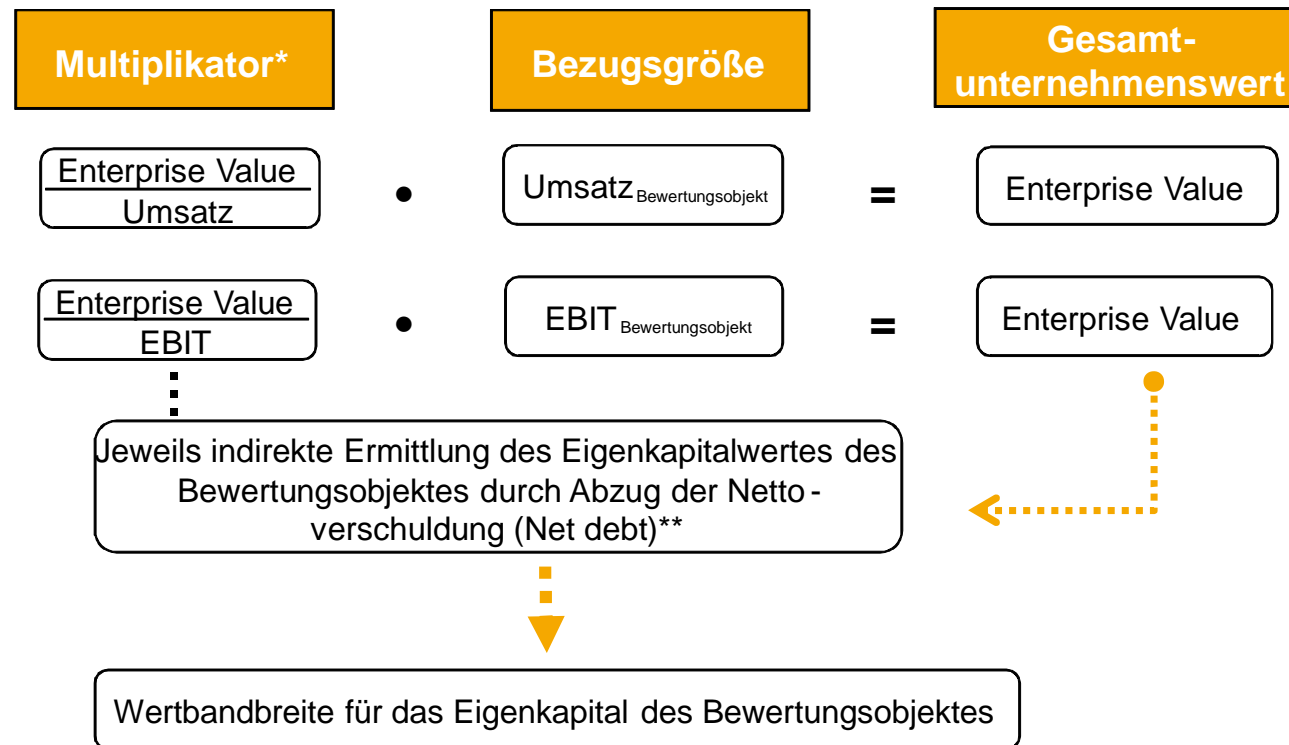
Bewertungsanlässe

- Bewertung des Unternehmens durch Rückgriff auf ein Vielfaches (=Multiplikator) einer Bezugsgröße



* Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management / Schmalenbach-Gesellschaft

Marktorientierte Bewertung: Multiplikatorverfahren (Beispiel)



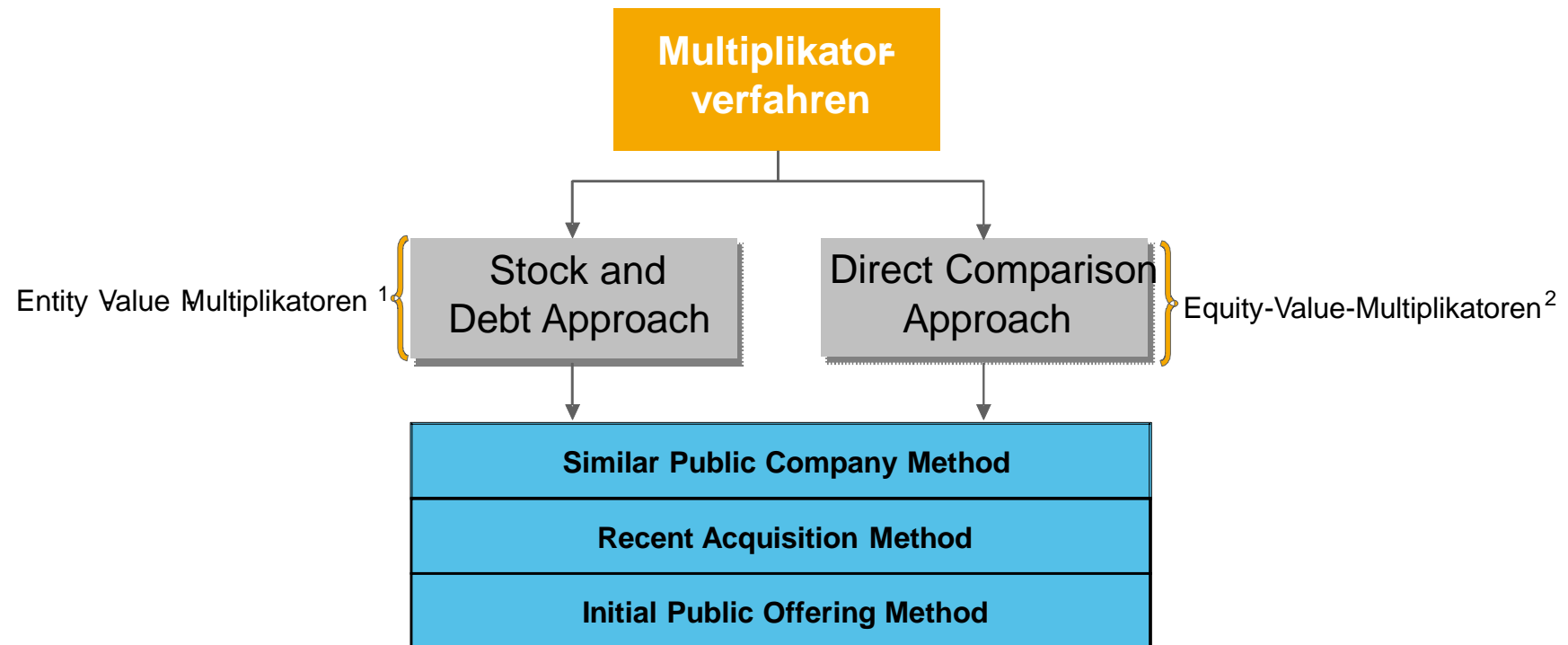
* Jeweils von vergleichbaren börsennotierten Unternehmen und von vergleichbaren Unternehmenstransaktionen

** Net debt entspricht zinstragenden Nettoverbindlichkeiten zzgl. Pensionsverpflichtungen



Verfahren der marktorientierten Unternehmensbewertung

Überblick



¹Mit Entity-Value-Multiplikatoren wird auf der ersten Stufe der Gesamtunternehmenswert ermittelt

²Mit Equity-Value-Multiplikatoren wird der Marktwert des Eigenkapitals direkt ermittelt

Darstellung der unterschiedlichen Ausprägungen

Similar Public Company Method

- Wertermittlung auf Basis von Marktbewertungen vergleichbarer börsennotierter Unternehmen
 - Öffentliche Notierung der Anteile am Kapitalmarkt
 - Rückgriff auf öffentliche Datenbanken (z.B. Bloomberg)

Recent Acquisition Method

- Wertermittlung auf Basis von vergleichbaren tatsächlich stattgefundenen Unternehmenstransaktionen, d.h. aus tatsächlich gezahlten Kaufpreisen
 - Rückgriff auf Datenbanken (z.B. mergermarket, Thomson Financial)
 - Zeitnähe der Vergleichstransaktion ist erforderlich

Initial Public Offering Method

- Wertermittlung auf Basis von Emissionspreisen für Anteile vergleichbarer Unternehmen



Prozess der Berechnung

Darstellung des Berechnungsprozesses



Berechnungsprozess

„Checkliste“ zum Vorgehen beim Market Approach

- Datenerhebung
 - Feststellen, in welcher Branche das zu bewertende Unternehmen tätig ist
 - Beschaffung von Informationen zur Bildung der Peer-Group:
 - a) Industriespezifische Daten
 - b) Informationen zum relevanten Marktsegment
 - c) Informationen über die Produktpalette
 - d) Analystenreports
 - e) Unabhängige Unternehmensinformationen
- Bildung einer ersten Peer-Group auf Basis der beschafften Informationen
- Einengung der Peer-Group
 - Prüfung, ob die Unternehmen der Peer-Group hinsichtlich Branche, Marktsegment und Produkten tatsächlich zu dem zu bewertenden Unternehmen passen

„Checkliste“ zum Vorgehen beim Market Approach (2)

- Auswahl der für die Bewertung grundsätzlich geeigneten Multiplikatoren
- Beschaffung der relevanten Marktinformationen
 - Auswahl der geeigneten Informationsquellen für Börsenpreise – bzw. außerbörslich gezahlte Preise
- Aufsetzen des Modells
 - Tabelle für die Peer-Group erstellen
 - Auswahl der Berechnungssystematik des Multiple (Durchschnitt, Median)
- Dateneingabe und Berechnung der Multiplikatoren
 - Anpassen der Daten um Posten, die die Vergleichbarkeit der Kennzahlen eines Unternehmens im Zeitablauf beeinträchtigen (außergewöhnliche, nicht regelmäßig wiederkehrende Posten)
 - Berechnung des Equity Value, der Net Debt und des Enterprise Value der Vergleichsunternehmen
 - Berechnung der Multiplikatoren je Vergleichsunternehmen und des Multiplikators (Durchschnitt, Median) für die Gruppe

„Checkliste“ zum Vorgehen beim Market Approach (3)

- Analyse der Daten bzw. Multiplikatoren (Plausibilitätsprüfung)
- Auswahl der geeigneten Multiplikatoren und Wertermittlung des zu bewertenden Unternehmens
 - Eliminierung der Multiplikatoren, die zu „Ausreißern“ beim Unternehmenswert führen
- Festlegung von Bewertungszu- oder -abschlägen
 - Zuschlag für Paketkauf, Abschlag bei kleineren Unternehmen (Small Caps) oder geringem Börsenhandel



Übersicht ausgewählter Multiplikatoren

Enterprise-Value-Multiplikator

Bezugsgröße	Berechnung	Vor-/Nachteile (+/-)
Umsatz-Multiplikator	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Umsatz gemäß GuV ▪ Gesamtleistung, sofern nach Gesamtkostenverfahren bilanziert wird 	<ul style="list-style-type: none"> + Auch bei Verlusten und unbekanntem Gewinn anwendbar <hr/> <ul style="list-style-type: none"> - Unterstellung von identischen Margen bei Referenzunternehmen und zu bewertendem Unternehmen
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ EBITDA=bereinigter Gewinn vor Zinsen, Abschreibungen und Ertragsteuern ▪ Substanzsteuern sind als operativer Aufwand zu berücksichtigen ▪ Beteiligungserträge sind i.d.R. als nicht operative Posten zu bereinigen 	<ul style="list-style-type: none"> + Eliminiert Unterschiede in der Kapitalstruktur der Vergleichsunternehmen + Eliminiert Unterschiede hinsichtlich des (Re-)Investitionsverhaltens der Vergleichsunternehmen + Bewertung ist u.U. auch bei Verlusten möglich <hr/> <ul style="list-style-type: none"> - Unterstellt identische Investitionsintensitäten bei Vergleichsunternehmen und zu bewertendem Unternehmen

Enterprise-Value-Multiplikator

Bezugsgröße	Berechnung	Vor-/Nachteile (+/-)
EBIT-Multiplikator (Earnings before Interest and Taxes)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ EBIT=bereinigter Gewinn vor Zinsen und Ertragsteuern ▪ EBITA-Multiplikator (alternativ): Goodwill-Abschreibungen können zurück gerechnet werden ▪ Substanzsteuern sind als operativer Aufwand zu berücksichtigen ▪ Beteiligungserträge sind zumeist keine operativen Posten und damit zu bereinigen 	<ul style="list-style-type: none"> + Unterschiedliche Investitionsintensität wird berücksichtigt + Ergebnisgröße vor Zinsen und Ertragsteuern + Bewertung ist u.U. auch bei Verlusten möglich <hr style="border-top: 1px dotted black;"/> <ul style="list-style-type: none"> - Verfälschung durch unterschiedliche Abschreibungsverfahren

Equity-Value-Multiplikator

Bezugsgröße	Berechnung	Vor-/Nachteile (+/-)
KGV-Multiplikator (Kurs-Gewinn-Verhältnis)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ KGV=Börsenkurs im Verhältnis zum bereinigten Jahresüberschuss nach DVFA (Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management) 	<ul style="list-style-type: none"> + Ausschüttungsfähiges Ergebnis + Bei Finanzanalysten und Anlegern sehr bekannte Kennzahl <hr style="border-top: 1px dashed black;"/> <ul style="list-style-type: none"> - Mögliche Beeinflussung durch bilanzpolitische Maßnahmen - Verschuldungsgrad wird ignoriert - Nur bei positiven Ergebnissen (Jahresüberschuss) anwendbar
CE-Multiplikator (Cash Earnings)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ CE=bereinigter Jahresüberschuss nach DVFA-Schema plus Abschreibungen plus Rückstellungserhöhung 	<ul style="list-style-type: none"> + Stellt auf die Generierung von Einzahlungsüberschüssen ab (Cash-Flow-orientiert) + Keine Beeinflussung durch unterschiedliche Abschreibungsregelungen <hr style="border-top: 1px dashed black;"/> <ul style="list-style-type: none"> - Beeinflussung durch Verschuldungsgrad - Investitionsintensitäten bei Referenz- und Bewertungsunternehmen werden als identisch angenommen



Praxisbeispiel: Marktorientierte Bewertung der Energy AG

Bewertungsobjekt und angewandte Bewertungsmethoden

- Bewertungsobjekt ist die Energy AG (Versorgungsunternehmen mit den Sparten Strom, Gas, Wasser und Fernwärme)
- Bewertungsanlass ist die Schaffung einer Basis für Verhandlungen eines Mehrheitsgesellschafters mit Interessenten über eine Beteiligung an der Energy AG
- Bewertung der Energy AG nach den gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008 üblichen Bewertungsmethoden:
 - Ertragswertmethode
 - Discounted Cash Flow-Methode
- Marktorientierte Bewertung der Energy AG mittels Multiplikatorverfahren
- (Stock and Debt Approach):
 - Bewertung auf Basis vergleichbarer börsennotierter Unternehmen (Similar Public Company Method)
 - Bewertung auf Basis von vergleichbaren Unternehmenstransaktionen (Recent Acquisition Method)

Ertragswert: Entwicklung der Ergebnisse vor Steuern

Energy AG	Ist			Phase I					Phase II
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ff.
	T €	T €	T €	T €	T €	T €	T €	T €	T €
Gesamtleistung	24.786	23.310	23.752	23.844	23.359	23.234	23.370	23.541	23.541
Materialaufwand	-14.997	-12.868	-13.987	-13.983	-13.510	-13.481	-13.588	-13.658	-13.658
Rohertrag	9.789	10.442	9.765	9.861	9.849	9.753	9.782	9.883	9.883
Personalaufwand	-2.873	-2.928	-2.817	-2.781	-2.727	-2.840	-2.907	-3.040	-3.040
Abschreibungen	-1.696	-1.642	-1.608	-1.655	-1.626	-1.586	-1.536	-1.488	-1.580
Sonst. betrieblicher Aufwand	-1.109	-1.218	-1.534	-1.523	-1.473	-1.506	-1.578	-1.542	-1.542
Sonst. betrieblicher Ertrag	76	83	113	80	65	67	68	68	68
Ergebnis vor Zinsen und Steuern	4.187	4.737	3.919	3.982	4.088	3.888	3.829	3.881	3.789
Zinsergebnis	123	124	95	86	98	101	99	104	110
Beteiligungsergebnis	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bereinigtes Ergebnis vor Steuern	4.310	4.861	4.014	4.068	4.186	3.989	3.928	3.985	3.899
Neutrales Ergebnis	-822	-405	0	0	0	0	0	0	0
Ergebnis vor Steuern (EBT)	3.488	4.456	4.014	4.068	4.186	3.989	3.928	3.985	3.899

Ertragswert: Entwicklung der zu kapitalisierenden Ergebnisse

Energy AG	Ist			Phase I					Phase II
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ff.
	T €	T €	T €	T €	T €	T €	T €	T €	T €
Gesamtleistung	24.786	23.310	23.752	23.844	23.359	23.234	23.370	23.541	23.541
Materialaufwand	-14.997	-12.868	-13.987	-13.983	-13.510	-13.481	-13.588	-13.658	-13.658
Rohhertrag	9.789	10.442	9.765	9.861	9.849	9.753	9.782	9.883	9.883
Personalaufwand	-2.873	-2.928	-2.817	-2.781	-2.727	-2.840	-2.907	-3.040	-3.040
Abschreibungen	-1.696	-1.642	-1.608	-1.655	-1.626	-1.586	-1.536	-1.488	-1.580
Sonst. betrieblicher Aufwand	-1.109	-1.218	-1.534	-1.523	-1.473	-1.506	-1.578	-1.542	-1.542
Sonst. betrieblicher Ertrag	76	83	113	80	65	67	68	68	68
Ergebnis vor Zinsen und Steuern	4.187	4.737	3.919	3.982	4.088	3.888	3.829	3.881	3.789
Zinsergebnis	123	124	95	86	98	101	99	104	110
Beteiligungsergebnis	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bereinigtes Ergebnis vor Steuern	4.310	4.861	4.014	4.068	4.186	3.989	3.928	3.985	3.899
Neutrales Ergebnis	-822	-405	0	0	0	0	0	0	0
Ergebnis vor Steuern (EBT)	3.488	4.456	4.014	4.068	4.186	3.989	3.928	3.985	3.899

Ertragswert: Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes

	Phase I					Phase II
	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ff.
Basiszinssatz vor persönlichen Steuern	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta-Faktor (relevered)	0,738	0,738	0,736	0,738	0,739	0,734
Risikozuschlag	3,69%	3,69%	3,68%	3,69%	3,70%	3,67%
Kapitalisierungszinssatz vor Wachstumsabschlag	7,69%	7,69%	7,68%	7,69%	7,70%	7,67%
Wachstumsabschlag						0,00%
Kapitalisierungszinssatz	7,69%	7,69%	7,68%	7,69%	7,70%	7,67%

Ertragswert: Ermittlung des Ertragswertes zum 01.01.2010

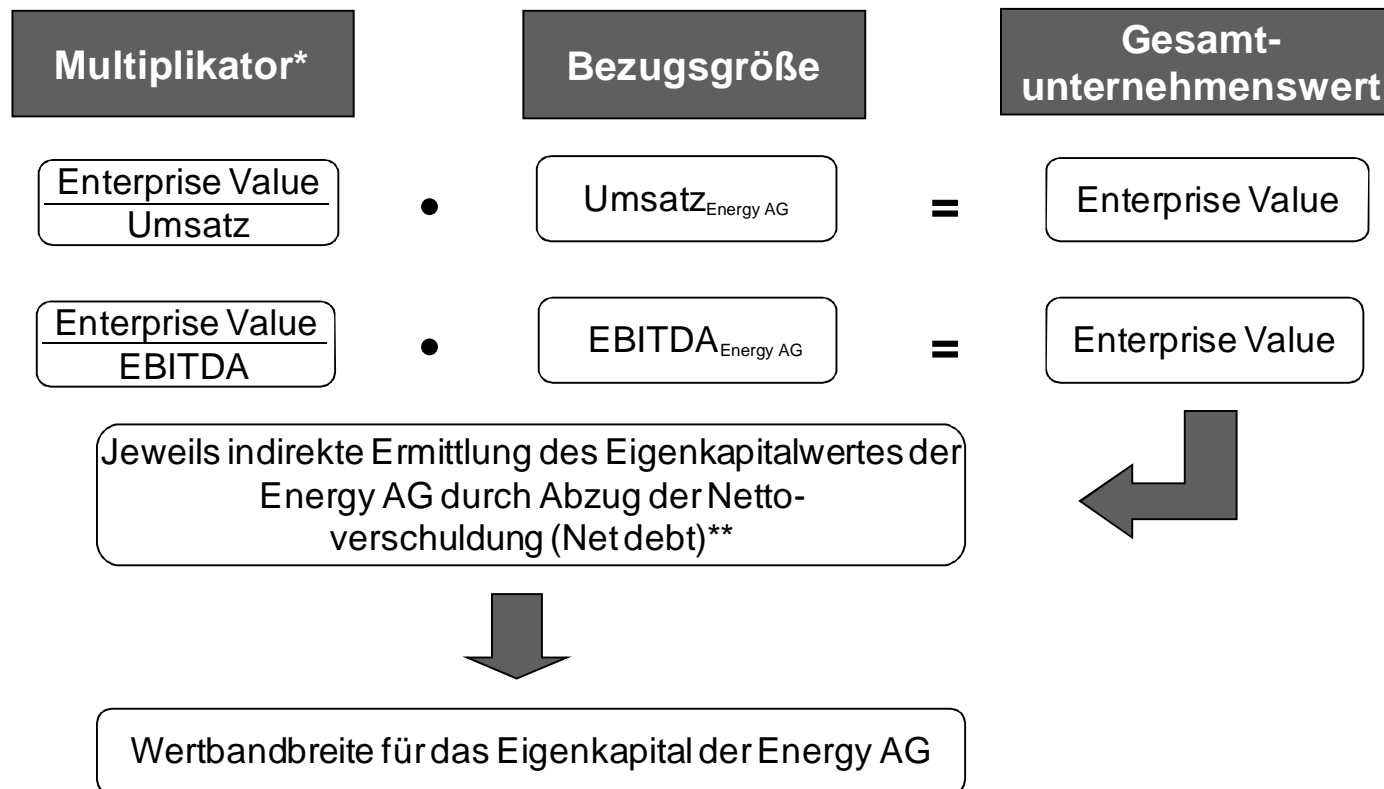
Energy AG	2010	2011	Phase I			Phase II
	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ff.
	T €	T €	T €	T €	T €	T €
Nettoeinnahmen Anteilseigner	2.783	2.864	2.729	2.688	2.727	2.668
Kapitalisierungszinssatz vor persönlichen Steuern	7,69%	7,69%	7,68%	7,69%	7,70%	7,67%
Barwertfaktor	0,9286	0,8623	0,8008	0,7436	0,6905	9,0017
Barwerte	2.585	2.470	2.186	1.999	1.883	24.016
Ertragswert zum 1. Januar 2010	35.137					

- Da die Energy AG auskunftsgemäß über kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen verfügt, entspricht der Ertragswert dem Unternehmenswert zum 1. Januar 2010

DCF: Ermittlung des Unternehmenswertes zum 01.01.2010

Energy AG	Phase I					Phase II
	2010	2011	2012	2013	2014	
	T€	T€	T€	T€	T€	T€
Free Cash Flow	2.909	3.094	2.672	2.675	3.144	2.736
Fremdkapitalkosten	4,06%	3,94%	4,26%	4,21%	3,76%	4,11%
Eigenkapitalkosten	7,69%	7,69%	7,68%	7,69%	7,70%	7,67%
WACC	7,50%	7,49%	7,51%	7,51%	7,48%	7,51%
Anteil Fremdkapital	5,33%	5,23%	4,86%	5,21%	5,45%	4,57%
Anteil Eigenkapital	94,67%	94,77%	95,14%	94,79%	94,55%	95,43%
	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Gesamtunternehmenswert	37.117	36.992	36.670	36.752	36.836	36.447
Marktwert Fremdkapital	1.980	1.935	1.782	1.915	2.008	1.666
Marktwert Eigenkapital	35.137	35.057	34.888	34.837	34.828	34.781
	2.706	2.677	2.151	2.003	2.190	25.390
		2.878	2.312	2.153	2.355	27.293
			2.486	2.315	2.531	29.338
				2.489	2.721	31.542
					2.926	33.910
						36.447
Gesamtunternehmenswert	37.117	36.992	36.670	36.752	36.836	36.447
Marktwert Fremdkapital	1.980	1.935	1.782	1.915	2.008	1.666
Gesamtwert Eigenkapital	35.137	35.057	34.888	34.837	34.828	34.781

Markorientierte Bewertung: Multiplikatorverfahren



* Jeweils von vergleichbaren börsennotierten Unternehmen und von vergleichbaren Unternehmenstransaktionen

** Net debt entspricht zinstragenden Nettoverbindlichkeiten zzgl. Pensionsverpflichtungen

Bewertung auf Basis Marktwert vergleichbarer Unternehmen

- Folgende börsennotierte Unternehmen wurden als "vergleichbare" Unternehmen identifiziert:

Vergleichbare Unternehmen	Markt- kapitalisierung	Enterprise Value	Multiplikatoren	
			Enterprise Value zu Umsatz	Enterprise Value zu EBITDA
RWE AG (D, m€)	20.892,8	55.241,8	1,3	6,5
E.On AG (D, m€)	38.682,8	61.741,8	1,3	6,5
MVV Energie AG (D, m€)	857,9	1.919,1	1,1	5,3
EnBW (D, m€)	6.875,2	18.255,9	1,5	18,0
United Utilities (UK, in mGBP)	2.871,4	6.385,5	3,4	7,4
AWG PLC (UK, in mGBP)	793,7	4.280,0	2,5	8,1
Pennon Group (UK, in mGBP)	849,1	1.816,3	4,4	8,7
Severn Trent (UK, mGBP)	2.595,4	4.743,6	2,6	6,9
Kelda Group (UK, mGBP)	1.805,4	3.746,2	4,5	8,7
Aguas De Barcelona (E, m€)	1.911,1	3.070,6	1,1	7,1
Veolia (F, m€)	9.709,5	26.061,4	0,9	7,1
Suez SA (F, m€)	17.335,3	39.416,3	1,0	6,6
Electrabel SA (B, m€)	14.565,9	15.932,2	1,1	9,5
EVN AG (A, m€)	1.747,5	2.501,1	2,3	8,7
	Maximum		4,5	18,0
	Median		1,4	7,1
	Average		2,1	8,2
	Minimum		0,9	5,3

Quelle: Bloomberg, Unternehmensinformationen

Anmerkung: Median EV/EBITDA ohne Maximum

Bewertung auf Basis Marktwert vergleichbarer Unternehmen

- Ermittlung des Marktwertes Eigenkapital der Energy AG

Wertermittlung Energy AG (Similar Public Company Method) (in T€)	Enterprise Value zu	
	Umsatz	EBITDA
Median Multiplikatoren	1,40•	7,10•
Energy AG Bezugsgröße (Planjahr 2010)	23.844,0	5.637,0
Enterprise Values Energy AG	33.381,6	40.022,7
abzgl. Netto-Verschuldung (Net debt)	2.872,8	2.872,8
Marktwerte des Eigenkapitals Energy AG	30.508,8	37.149,9

→ Wertbandbreite: T€ 30.508,8 bis T€ 37.149,9

Bewertung auf Basis Marktwert vergleichbarer Transaktionen

■ Vergleichbare Transaktionen im Bereich Versorgung:

Zielobjekt	Bieter	Anteil	Multiplikatoren	
			Enterprise Value zu Umsatz	EBITDA
HEW	Vattenfall	25,2%	1,7	7,8
Braunschweiger Versorgungs-AG	TXU	74,9%	2,1	9,5
Fortum Energie	E.on	100,0%	n/a	8,7
Stadtwerke Ingolstadt	MVV	49,9%	1,9	n/a
Bewag	HEW (Vattenfall)	44,8%	1,8	6,9
Energieversorgung Gera	Electrabel	49,9%	0,9	9,2
Stadtwerke Hagen	Elektromark Kommunales	60,0%	1,5	7,9
Stadtwerke Düsseldorf	EnBW	29,9%	2,6	9,1
Stadtwerke Solingen	MVV	49,0%	2,1	10,0
Stadtwerke Wiesbaden	Thüga (E.on)	49,4%	1,9	10,1
Stadtwerke Duisburg	RWE/Ruhrgas	40,0%	1,9	8,5
Stadtwerke Bielefeld	Stadtwerke Bremen	49,9%	2,8	13,0
Energieversorgung Offenbach	MVV	50,0%	1,9	6,8
Stadtwerke Bremen	Essent	51,0%	2,1	8,2
Neckarwerke Stuttgart	EnBW	74,3%	2,8	6,6
Stadtwerke Kiel	TXU	51,0%	2,2	8,7
Städtische Werke Kassel	HEW (Vattenfall)	24,9%	1,6	8,3
HEW	Vattenfall	25,1%	2,1	7,1
EnBW	EDF	25,0%	2,5	8,0
Elektrizitätswerk Wesertal	Fortum	100,0%	1,7	7,8
Stadtwerke Essen	RWE/Ruhrgas	49,0%	1,7	7,6
Stadtwerke Leipzig	MEAG	40,0%	1,6	7,2
	Maximum		2,80	13,00
	Median		1,90	8,20
	Average		1,97	8,43
	Minimum		0,90	6,60

Quelle: Thomson Financial, mergermarket

Bewertung auf Basis Marktwert vergleichbarer Transaktionen

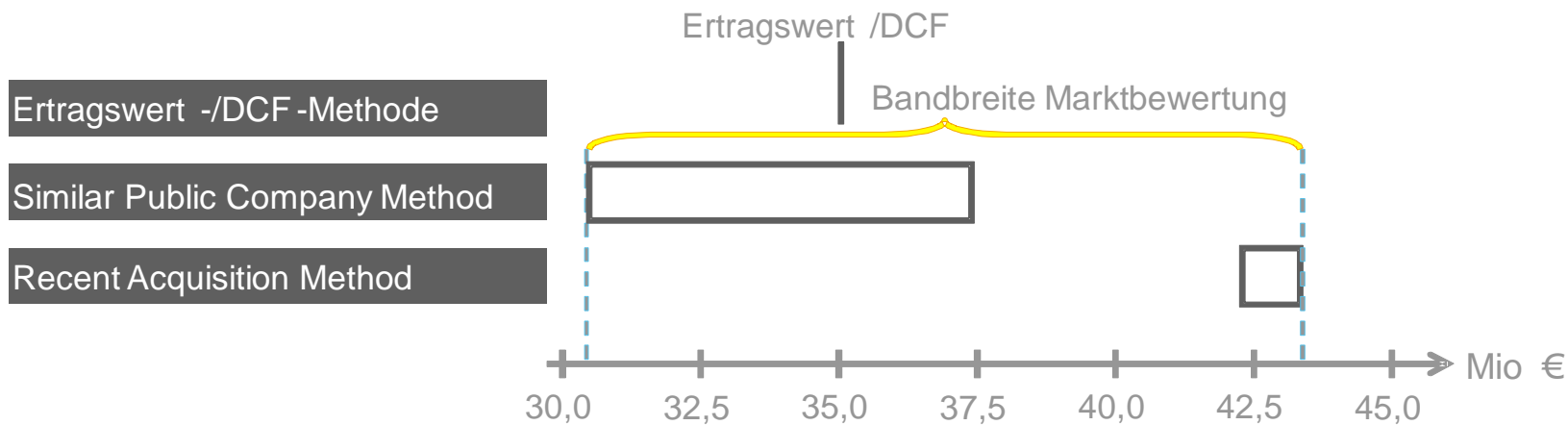
- Ermittlung des Marktwertes Eigenkapital der Energy AG

Wertermittlung Energy AG (Recent Acquisition Method) (in T€)	Enterprise Value zu	
	Umsatz	EBITDA
Median Multiplikatoren	1,90•	8,20•
Energy AG Bezugsgröße (Planjahr 2010)	23.844,0	5.637,0
Enterprise Values Energy AG	45.303,6	46.223,4
abzgl. Netto-Verschuldung (Net debt)	2.872,8	2.872,8
Marktwerte des Eigenkapitals Energy AG	42.430,8	43.350,6

→ Wertbandbreite: T€ 42.430,8 bis T€ 43.350,6

Ergebnisse der Bewertung Energy AG

Darstellung der Unternehmenswerte Energy AG:



Der Unternehmenswert der Energy AG beträgt bei der

Ertragswert -/DCF -Methode : **T€35.137,5**

Marktorientierte Bewertung : **T€30.508,8 bis T€43.350,6**



Beurteilung der marktorientierten Unternehmensbewertung und Anwendungsgebiete

Stärken und Schwächen des Multiplikatorverfahrens

Stärken (+)

Geringe Komplexität der Ermittlung

Bewertung ist leicht und objektiv
nachprüfbar

leichte Kommunizierbarkeit

Aktualität der Wertkomponenten

keine detaillierte Vergangenheits-
analyse erforderlich

in der Praxis weit verbreitet
(insbes. im Investmentbanking)

Schwächen (-)

Vergleichbarkeit zwischen dem
Bewertungsobjekt und den
Vergleichsunternehmen ist i.d.R.
kritisch

keine Zukunftsorientierung

setzt funktionsfähige und
insbesondere informationseffiziente
Kapitalmärkte voraus

volatile Kapitalmärkte können zu
verzerrten Werten führen

lediglich Bepreisungs- aber kein
Bewertungsverfahren

Anwendungsgebiet des Multiplikatorverfahrens

Plausibilitäts- kontrolle

+

Bieten Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle der Ergebnisse der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren bzw. nach den DCFVerfahren (vgl. IDW S 1 i.d.F.2008 Tz. 143, WP Handbuch 2008 Bd II A Tz. 395)

Argumentations- funktion (M&A)

+

Sind insbesondere bei Kauf und Verkauf von Unternehmen geeignet; Stärkung der Verhandlungsposition durch Kommunikation geeigneter, multiplikatorbasierter Unternehmenswerte

Eigenständiger Bewertungsansatz

-

Kein eigenständiger Bewertungsansatz; Ergebnisse liefern nur eine grobe Wertindikation und sollten daher das Ertragswertverfahren bzw. die DCF Verfahren nicht ersetzen

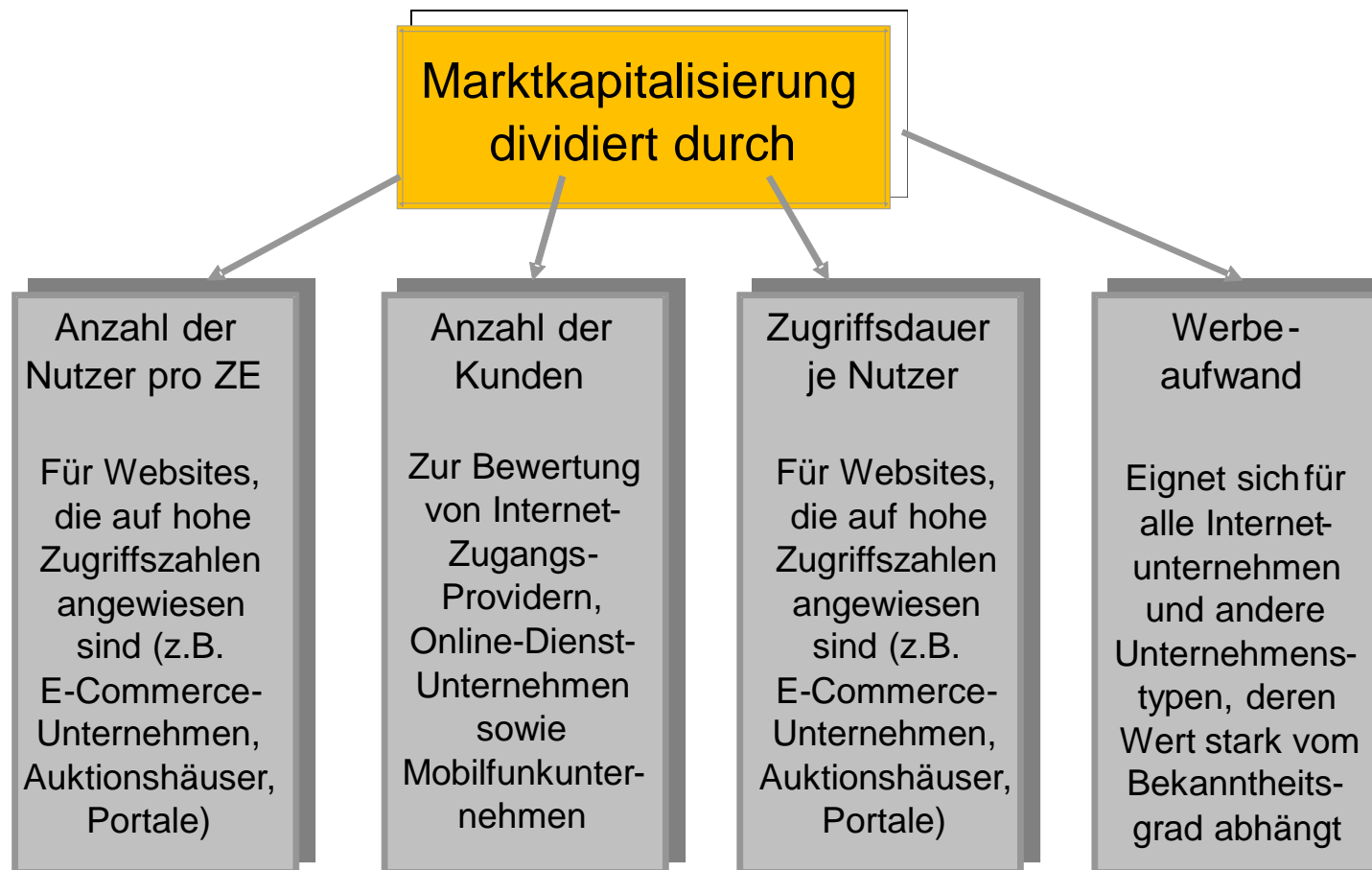
Anhang

Weiter Equity-Value-Multiplikatoren

Bezugsgröße	Berechnung	Vor-/Nachteile (+/-)
PEG-Multiplikator (Price-Earnings-Growth)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ PEG= $\frac{\text{Kurs-Gewinn-Verhältnis}}{\text{Ø Gewinnwachstum/Jahr}}$ in einem bestimmten Planungszeitraum 	<ul style="list-style-type: none"> + Berücksichtigung von Unternehmenswachstum - Kaum Aussagekraft bei geringem Unternehmenswachstum - Beeinflussung durch Verschuldungsgrad - Ohne Gewinn nicht einsetzbar - Bei der Ermittlung der durchschnittlichen Wachstumsraten erfolgt keine zeitliche Gewichtung
Eigenkapitalbuchwert-Multiplikator	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Bilanzielles Eigenkapital (ohne Anteile Dritter) 	<ul style="list-style-type: none"> - Beeinflussung durch Verschuldungsgrad - Substanzwertbetrachtung, bei der die Ertragsstruktur nicht beachtet wird

Sonstige operative Multiplikatoren

Hier: Bewertung von Internet-Unternehmen



Weitere Enterprise-Value-Multiplikatoren

Bezugsgröße	Vorteile	Nachteile
OpFCF-Multiplikator (Operating Free Cash Flow)	<ul style="list-style-type: none"> OpFCF= bereinigter Gewinn vor Zinsen, Abschreibungen und Ertragsteuern nach Investitionen ins Anlage- und Nettoumlaufvermögen und vor Rückstellungsbildung 	<ul style="list-style-type: none"> + Berücksichtigung der Einzahlungsüberschüsse - Unregelmäßige Investitionstätigkeit und Rückstellungsbildung kann zu verzerrten Werte führen
CapE-Multiplikator (Capital Employed)	<ul style="list-style-type: none"> CapE= eingesetztes Kapital = Eigenkapital plus Anteile Dritter plus Net Debt abzgl. Beteiligungen 	<ul style="list-style-type: none"> + Bezieht sich auf das für operative Zwecke eingesetzte Kapital - Zielt auf den Substanzwert ab; die Ertragsstruktur wird nicht berücksichtigt
Operative Größen als Multiplikatoren	<ul style="list-style-type: none"> Je nach Bezugsgröße unterschiedlich (z.B. Anzahl der Kunden, Mitarbeiter, Website-Aufrufe) 	<ul style="list-style-type: none"> + Bezugnahme auf branchenspezifische Werttreiber + Auch bei Verlustsituation anwendbar (Start-Up-Unternehmen) - Häufig geringe Korrelation zwischen operativer Größe und Unternehmenswert - Keine theoretisch fundierte Kennzahl