Crowe

Smart decisions. Lasting value.

Schwerpunktfach Unternehmensprüfung

Seminarreihe Unternehmensbewertung

Marktorientierte Unternehmensbewertung: Multiplikatorverfahren

Klaus Wenzel (WP/StB)

August 2022

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

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

Crowe | BPG: Ein Überblick

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

BPG

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

Crowe

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)

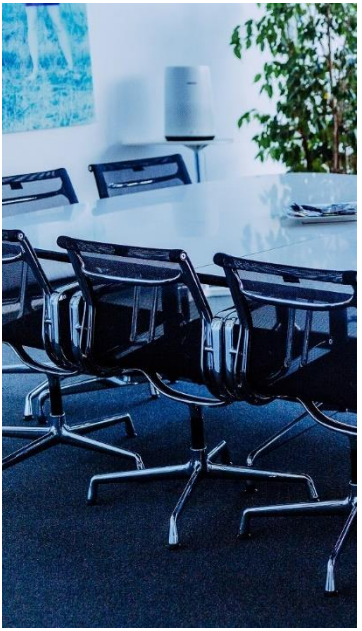
Wirtschafts-prüfung

Steuer-beratung

Advisory

IT-Beratung

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH



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-duesserldorf@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

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

Crowe BPG – Advisory | Kontakt

Klaus Wenzel
Wirtschaftsprüfer / Steuerberater
Geschäftsführer
wenzel@crowe-bpg.de
Krefeld

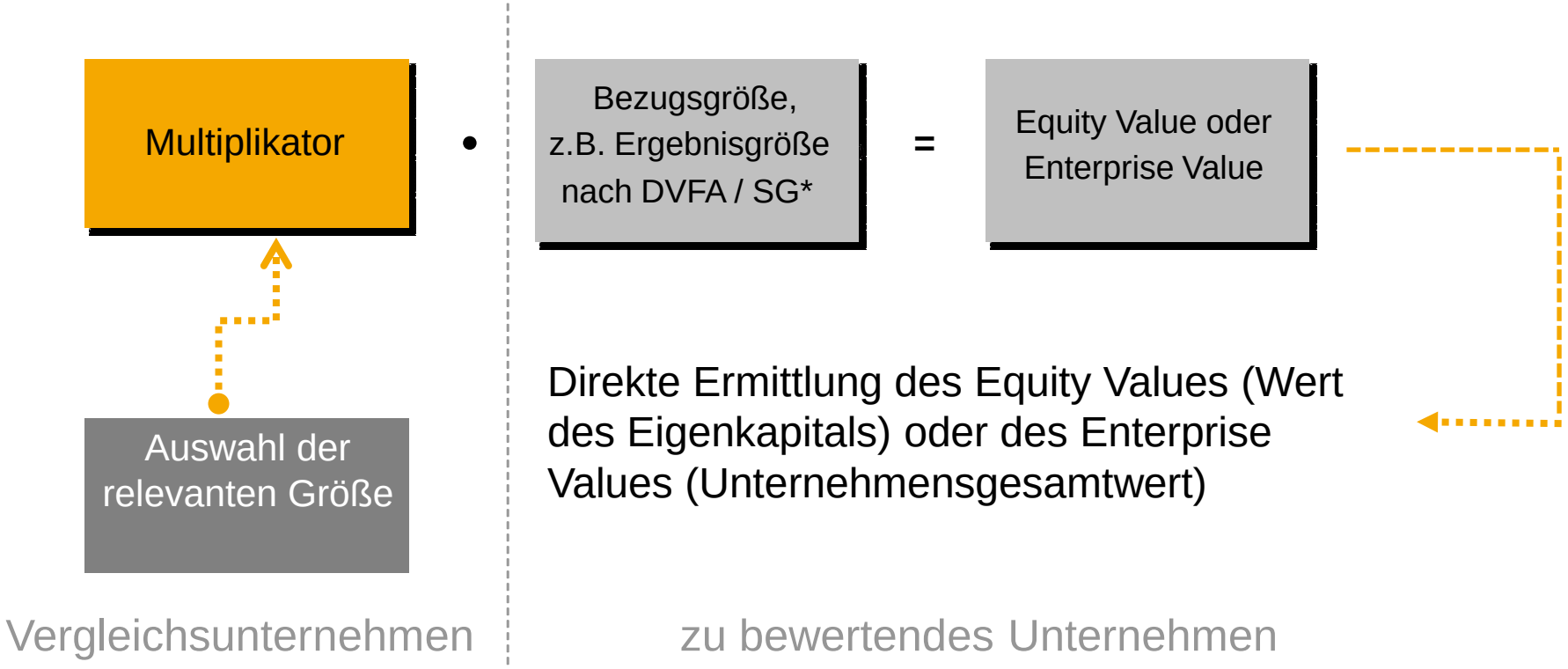
© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

Definition und Grundidee

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

Bewertungsanlässe

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



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

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

Marktorientierte Bewertung: Multiplikatorverfahren (Beispiel)

Multiplikator*		Bezugsgröße		Gesamt-unternehmenswert
$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Umsatz}}$	•	$\text{Umsatz}_{\text{Bewertungsobjekt}}$	=	Enterprise Value
$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBIT}}$	•	$\text{EBIT}_{\text{Bewertungsobjekt}}$	=	Enterprise Value

Jeweils indirekte Ermittlung des Eigenkapitalwertes des Bewertungsobjektes durch Abzug der Netto-verschuldung (Net debt)**

Wertbandbreite für das Eigenkapital des Bewertungsobjektes

* Jeweils von vergleichbaren börsennotierten Unternehmen und von vergleichbaren Unternehmenstransaktionen

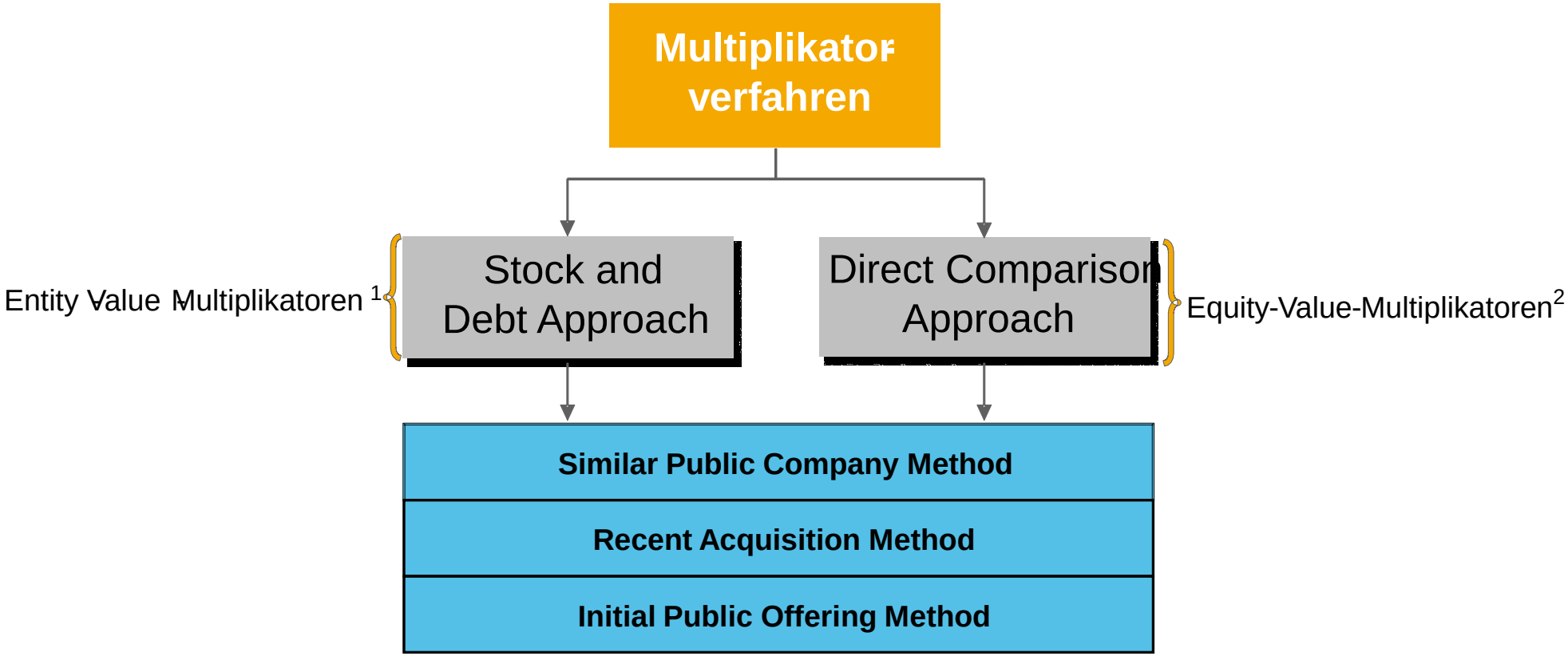
** Net debt entspricht zinstragenden Nettoverbindlichkeiten zzgl. Pensionsverpflichtungen

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

Verfahren der marktorientierten Unternehmensbewertung

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

Überblick



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

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

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

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

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

Prozess der Berechnung

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

Darstellung des Berechnungsprozesses

Berechnungsprozess

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

„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

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

„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

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

„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

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

Übersicht ausgewählter Multiplikatoren

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

Enterprise-Value-Multiplikator

Bezugsgröße	Berechnung	Vor-/Nachteile (+/-)
Umsatz-Multiplikator	▪ Umsatz gemäß GuV ▪ Gesamtleistung, sofern nach Gesamtkostenverfahren bilanziert wird	+ Auch bei Verlusten und unbekanntem Gewinn anwendbar - Unterstellung von identischen Margen bei Referenzunternehmen und zu bewertendem Unternehmen
	▪ 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	+ Eliminiert Unterschiede in der Kapitalstruktur der Vergleichsunternehmen + Eliminiert Unterschiede hinsichtlich des (Re-)Investitionsverhaltens der Vergleichsunternehmen + Bewertung ist u.U. auch bei Verlusten möglich - Unterstellt identische Investitions-intensitäten bei Vergleichsunternehmen und zu bewertendem Unternehmen

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

Enterprise-Value-Multiplikator

Bezugsgröße	Berechnung	Vor-/Nachteile (+/-)
EBIT-Multiplikator (Earnings before Interest and Taxes)	▪ 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	+ Unterschiedliche Investitions-intensität wird berücksichtigt + Ergebnisgröße vor Zinsen und Ertragsteuern + Bewertung ist u.U. auch bei Verlusten möglich - Verfälschung durch unterschiedliche Abschreibungsverfahren

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

Equity-Value-Multiplikator

Bezugsgröße	Berechnung	Vor-/Nachteile (+/-)
KGV-Multiplikator (Kurs-Gewinn-Verhältnis)	▪ KGV=Börsenkurs im Verhältnis zum bereinigten Jahresüberschuss nach DVFA (Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management)	+ Ausschüttungsfähiges Ergebnis + Bei Finanzanalysten und Anlegern sehr bekannte Kennzahl - Mögliche Beeinflussung durch bilanzpolitische Maßnahmen - Verschuldungsgrad wird ignoriert - Nur bei positiven Ergebnissen (Jahresüberschuss) anwendbar
CE-Multiplikator (Cash Earnings)	▪ CE=bereinigter Jahresüberschuss nach DVFA-Schema plus Abschreibungen plus Rückstellungserhöhung	+ Stellt auf die Generierung von Einzahlungsüberschüssen ab (Cash-Flow-orientiert) + Keine Beeinflussung durch unterschiedliche Abschreibungsregelungen - Beeinflussung durch Verschuldungsgrad - Investitionsintensitäten bei Referenz- und Bewertungsunternehmen werden als identisch angenommen

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

Praxisbeispiel: Marktorientierte Bewertung der Energy AG

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

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 Mehrheitsgesellschafter 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)

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

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**

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

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
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**

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

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%**

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

Ertragswert: Ermittlung des Ertragswertes zum 01.01.2010

Energy AG	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

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

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

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

Markorientierte Bewertung: Multiplikatorverfahren

Multiplikator*		Bezugsgröße		Gesamt-unternehmenswert
$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Umsatz}}$	•	$\text{Umsatz}_{\text{Energy AG}}$	=	Enterprise Value
$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}}$	•	$\text{EBITDA}_{\text{Energy AG}}$	=	Enterprise Value

Jeweils indirekte Ermittlung des Eigenkapitalwertes der Energy AG durch Abzug der Netto-verschuldung (Net debt)**

Wertbandbreite für das Eigenkapital der Energy AG

* Jeweils von vergleichbaren börsennotierten Unternehmen und von vergleichbaren Unternehmenstransaktionen

** Net debt entspricht zinstragenden Nettoverbindlichkeiten zzgl. Pensionsverpflichtungen

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

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	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

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

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

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

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

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

Bewertung auf Basis Marktwert vergleichbarer Transaktionen

- Ermittlung des Marktwertes Eigenkapital der Energy AG

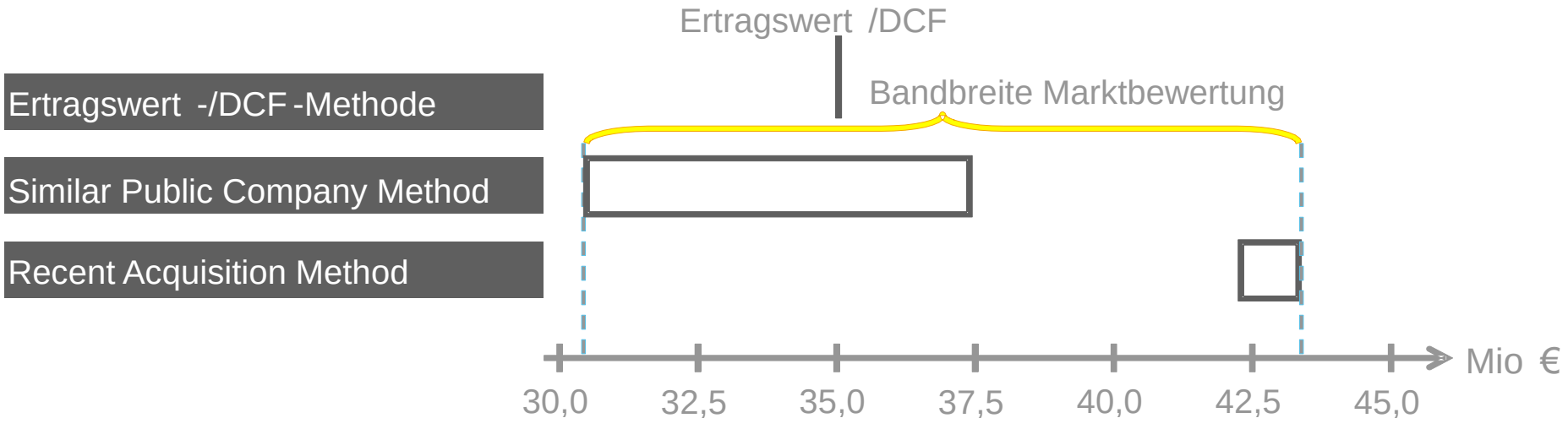
Wertermittlung Energy AG (Recent Acquisition Method) (in T€)	**Enterprise Value zu**	
	Umsatz	**EBITDA**
Median Multiplikatoren	1,90•	8,20•
Energy AG Bezugsgröße (Planjahr 2010)	23.844,0	5.637,0
Enterprise Values Energy AG	45.303,6	46.223,4
abzgl. Netto-Verschuldung (Net debt)	2.872,8	2.872,8
Marktwerte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

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

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

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**

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

Beurteilung der marktorientierten Unternehmensbewertung und Anwendungsgebiete

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

Stärken und Schwächen des Multiplikatorverfahrens

Stärken (+)	Schwächen (-)
Geringe Komplexität der Ermittlung	Vergleichbarkeit zwischen dem Bewertungsobjekt und den Vergleichsunternehmen ist i.d.R. kritisch
Bewertung ist leicht und objektiv nachprüfbar	keine Zukunftsorientierung
leichte Kommunizierbarkeit	setzt funktionsfähige und insbesondere informationseffiziente Kapitalmärkte voraus
Aktualität der Wertkomponenten	volatile Kapitalmärkte können zu verzerrten Werten führen
keine detaillierte Vergangenheitsanalyse erforderlich	lediglich Bepreisungs- aber kein Bewertungsverfahren
in der Praxis weit verbreitet (insbes. im Investmentbanking)	

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

Anwendungsgebiet des Multiplikatorverfahrens

Plausibilitäts-kontrolle **+**

Bieten Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle der Ergebnisse der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren bzw. nach den DCF-Verfahren (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

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

Anhang

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

Weiter Equity-Value-Multiplikatoren

Bezugsgröße	Berechnung	Vor-/Nachteile (+/-)
PEG-Multiplikator (Price-Earnings-Growth)	▪ PEG= Kurs-Gewinn-Verhältnis ∅ Gewinnwachstum/Jahr in einem bestimmten Planungszeitraum	+ 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
Eigenkapital-buchwert-Multiplikator	▪ Bilanzielles Eigenkapital (ohne Anteile Dritter)	- Beeinflussung durch Verschuldungsgrad - Substanzwertbetrachtung, bei der die Ertragsstruktur nicht beachtet wird

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

Sonstige operative Multiplikatoren
Hier: Bewertung von Internet-Unternehmen

Marktkapitalisierung dividiert durch

Anzahl der Nutzer pro ZE

Für Websites, die auf hohe Zugriffszahlen angewiesen sind (z.B. E-Commerce-Unternehmen, Auktionshäuser, Portale)

Anzahl der Kunden

Zur Bewertung von Internet-Zugangs-Providern, Online-Dienst-Unternehmen sowie Mobilfunkunter-nehmen

Zugriffsdauer je Nutzer

Für Websites, die auf hohe Zugriffszahlen angewiesen sind (z.B. E-Commerce-Unternehmen, Auktionshäuser, Portale)

Werbe-aufwand

Eignet sich für alle Internet-unternehmen und andere Unternehmens-typen, deren Wert stark vom Bekanntheits-grad abhängt

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

Weitere Enterprise-Value-Multiplikatoren

Bezugsgröße	Vorteile	Nachteile
OpFCF-Multiplikator (Operating Free Cash Flow)	▪ OpFCF= bereinigter Gewinn vor Zinsen, Abschreibungen und Ertragsteuern nach Investitionen ins Anlage- und Nettoumlaufvermögen und vor Rückstellungsbildung	+ Berücksichtigung der Einzahlungsüberschüsse - Unregelmäßige Investitionstätigkeit und Rückstellungsbildung kann zu verzerrten Werte führen
CapE-Multiplikator (Capital Employed)	▪ CapE= eingesetztes Kapital = Eigenkapital plus Anteile Dritter plus Net Debt abzgl. Beteiligungen	+ Bezieht sich auf das für operative Zwecke eingesetzte Kapital - Zielt auf den Substanzwert ab; die Ertragsstruktur wird nicht berücksichtigt
Operative Größen als Multiplikatoren	▪ Je nach Bezugsgröße unterschiedlich (z.B. Anzahl der Kunden, Mitarbeiter, Website-Aufrufe)	+ Bezugnahme auf branchenspezifische Werttreiber + Auch bei Verlustsituation anwendbar (Start-Up-Unternehmen) - Häufig geringe Korrelation zwischen operativer Größe und Unternehmenswert - Keine theoretisch fundierte Kennzahl

© 2022 BPG Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH