

Sigrid Krolle/Günter Schmitt
Bernhard Schwetzler (Hrsg.)

Multiplikatorverfahren in der Unternehmens- bewertung

Anwendungsbereiche
Problemfälle
Lösungsalternativen

Inhaltsübersicht

1	Einführung (<i>Andreas Creutzmann und Nicole Deser</i>)	1
2	Konzeption der Multiplikatorverfahren (<i>Thomas Wagner</i>)	5
3.	In der Bewertungspraxis eingesetzte Ausprägungen der Multiplikatorverfahren	20
3.1	Enterprise-Value (EV)-Multiplikatoren	20
3.1.1	Enterprise-Value/EBIT(DA)-Verhältnis (<i>Sigrid Krolle</i>)	21
3.1.2	Enterprise-Value/Umsatz-Multiplikator und Non-Financial Multiples (<i>Bernhard Schwetzler und Jürgen Warfsmann</i>)	48
3.1.3	Enterprise-Value/Capital-Employed-Verhältnis (<i>Hans-Peter Kuhlmann</i>)	58
3.2	Equity-Value-Multiplikatoren	60
3.2.1	Kurs/Gewinn-Verhältnis (<i>Felix Kurt Adrian</i>)	60
3.2.2	Price/Earnings-to-Growth-Ratio (<i>Felix Kurt Adrian</i>)	79
3.2.3	Kurs/Cash-Earnings-Verhältnis (<i>Roland Trageser</i>)	86
3.2.4	Kurs/Buchwert-Verhältnis (<i>Hans-Peter Kuhlmann</i>)	95
4	Spezialprobleme bei der Anwendung von Multiplikatoren	103
4.1	Bewertung von Leasingverpflichtungen (<i>Günter Schmitt</i>)	103
4.2	Bewertung von Pensionsverpflichtungen (<i>Günter Schmitt</i>)	109
4.3	Bewertung von steuerlichen Verlustvorträgen und steuerlichen EK-Töpfen (<i>Peter Braun</i>)	123
4.4	Der Einfluss von Stock Options auf die Unternehmensbewertung (<i>Sigrid Krolle</i>)	135
4.5	Die kongruente Bereinigung einmaliger Sondereinflüsse (<i>Andreas Creutzmann, Günter Schmitt</i>)	181
	Stichwortverzeichnis	199
	Autorenverzeichnis	201

1 Einführung*

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) – als wohl bekannteste Kennzahl der Multiplikatormethoden – ist seit vielen Jahren Bestandteil in den Kurstabellen der Wirtschaftszeitungen. Es dient sowohl dem Analysten als auch dem Privatanleger regelmäßig als wesentliche Kennzahl zur Bewertung eines Unternehmens. Kritiker der Multiplikatormethoden zweifeln die Aussagekraft von KGVs bei der Bewertung von Unternehmen an und wenden sich verstärkt Diskontierungsmethoden zu. Insbesondere das Discounted-Cashflow-Modell hat sich bei Finanzanalysten durchgesetzt.

1.1 Wie unterscheiden sich Multiplikator- und Diskontierungsmodelle zur Unternehmensbewertung?

Beiden Methoden geht zu Beginn einer Unternehmensbewertung ein umfassender Analyseprozess des Geschäftsplans voran, der Grundlage der Planzahlen des zu bewertenden Unternehmens ist. Des Weiteren werden im Rahmen einer Wettbewerberanalyse die börsennotierten Vergleichsunternehmen definiert. Grundsätzlich basieren beide Methoden auf der Annahme, dass es einem Unternehmen gelingt, in der Zukunft finanzielle Überschüsse für die Anteilseigner zu erwirtschaften.

Das wesentliche Unterscheidungskriterium liegt darin, dass Multiplikatormethoden statischer Natur sind, d.h. lediglich die finanziellen Überschüsse einer Zeitperiode (i.d.R. ein Geschäftsjahr) zugrunde legen. Diskontierungsverfahren zählen zu den dynamischen Methoden, indem grundsätzlich mehrere Perioden in die Wertermittlung eingehen.

Die Zeitperioden bei Diskontierungsverfahren lassen sich vereinfacht in einen Detailprognosezeitraum über 3 bis 15 Jahre (Phase I) und einen daran anschließenden »unendlichen« Zeitraum (Phase II) einteilen. Die erwarteten finanziellen Überschüsse der Phase I werden diskontiert. Für die Phase II wird ein sog. nachhaltiges Ergebnis, das sich häufig aus den Ergebnissen der vorangegangenen Phase I ableitet, ermittelt und mit einem um einen Wachstumsabschlag reduzierten Kapitalisierungszins diskontiert. Je kürzer der Planungshorizont in Phase I, desto größer ist der Anteil des Restwerts¹ der Phase II am Gesamtwert.

Wird vereinfachend unterstellt, dass das nachhaltige Ergebnis aller zukünftigen Perioden (d.h. Phase I und II) konstant ist, das Unternehmen nicht wächst und kein nicht

* Andreas Creutzmann und Nicole Deser

1 Als Synonyme für den Restwert werden auch die Begriffe Endwert, Residualwert, Continuing Value oder Terminal Value verwendet.

betriebsnotwendiges Vermögen vorhanden ist, ermittelt sich der Unternehmenswert nach der Formel für den Barwert einer ewigen Rente (»Rentenmodell«):

$$\begin{aligned} \text{Unternehmenswert (U)} &= \text{nachhaltiger Ertrag (E)} / \text{Kapitalisierungszins (i)} \\ &\text{oder} \\ U &= E / i \end{aligned}$$

Eine Phasenaufteilung der Perioden kann in diesem Sonderfall entfallen. Der Kehrwert des oben verwendeten Kapitalisierungszinses i ($= 1 / i$), ergibt eine Zahl, die als Multiplikator (z.B. KGV) im Rahmen der Unternehmensbewertung interpretiert werden kann. Umgekehrt entspricht das KGV jedoch nur in dem Sonderfall dem Kehrwert des Kapitalisierungszinses (Eigenkapitalkosten), wenn unterstellt wird, dass in der Zukunft gleichbleibende Erträge entstehen und auch voll ausgeschüttet werden.

1.2 Warum haben Multiplikatormethoden eine so hohe Akzeptanz?

Die hohe Akzeptanz der Multiplikatormethoden in der Unternehmensbewertung resultiert im Wesentlichen aus den folgenden drei Gründen:

- 1) Multiplikatormethoden sind marktorientierte Bewertungsmethoden.
- 2) Multiplikatormethoden sind einfach anzuwenden.
- 3) Multiplikatormethoden haben eine hohe Verbreitung und ermöglichen eine leichte Vergleichbarkeit.

Diese drei Gründe für die Anwendung von Multiplikatormethoden sollen im Folgenden näher betrachtet werden. Dabei werden auch die ihnen immanenten Schwächen aufgezeigt.

ad 1) Marktorientierte Bewertungsmethoden

Bei den Multiplikatormethoden handelt es sich zweifelsohne um die marktorientiertesten Bewertungsmethoden. Die Ergebnisse leiten sich unmittelbar aus den Marktdaten von (börsennotierten) Vergleichsunternehmen ab, d.h. es handelt sich um eine vergleichende bzw. relative Bewertung von Unternehmen.

Die Auswahl geeigneter Vergleichsunternehmen, einer so genannten »Peer Group«, sollte dementsprechend nach strengen Kriterien erfolgen. Wesentlich ist die Vergleichbarkeit der Risiko-, Wachstums- und Renditeerwartungen der einzelnen Unternehmen mit dem zu bewertenden Unternehmen. Regelmäßig trifft ein Unternehmensbewerter allerdings auf die Problematik, dass die Datenbasis und -qualität der Vergleichsunternehmen nicht der des zu bewertenden Unternehmens entspricht.

Ist es bereits bei Firmen in traditionellen Branchen schwierig, eine sachgerechte Peer Group zu ermitteln, ist dies bei jungen Wachstumsunternehmen (z.B. Unternehmen der Informations-, Kommunikations- oder Biotechnologie) häufig mit fast unüberwindbaren Problemen verbunden. Handelt es sich beispielsweise bei dem zu bewertenden Unter-

nehmen um einen sog. »First Mover«, der mit seinen Produkten oder Dienstleistungen völlig neue Märkte bedienen will, dann existieren zwangsläufig keine Vergleichsunternehmen. Mit der Anwendung von Multiplikatormethoden stößt der Unternehmensbewerter damit schnell an Grenzen.

Selbst wenn es jedoch schon Unternehmen gibt, die in angrenzenden oder ähnlichen Märkten agieren, ist häufig eine Vergleichbarkeit nur eingeschränkt möglich, da die Risikostrukturen potenzieller Vergleichsunternehmen meist zu unterschiedlich sind. Dabei spielen Aspekte wie Kapitalstruktur, Marktpositionierung, Produkt- und Dienstleistungsportfolio, Unternehmensgröße und Qualität des Managements eine entscheidende Rolle.

Die Gefahr von Fehlbewertungen und Spiraleffekten² entsteht, wenn zur Unternehmensbewertung wiederholt auf eine bereits am Markt etablierte Peer Group zurückgegriffen wird. Diese Fehlbewertungen sollen zwar durch Zu- und Abschläge bei der Ermittlung der Unternehmenswerte respektive des fairen Wertes pro Aktie vermieden werden, eröffnen aber damit einen erheblichen Bewertungsspielraum für den Anwender.

Es ist deshalb aus Transparenzgründen empfehlenswert, die Auswahlkriterien bei der Zusammenstellung der Peer Group im Rahmen von Bewertungen darzustellen sowie gegebenenfalls vorgenommene Zu- und Abschläge zu begründen.

ad 2) Einfache Bewertungsmethode

Im Gegensatz zu einer kapitalwertorientierten Bewertung, die in der Regel komplex und aufwändig ist, wird die einfache Anwendbarkeit von Multiplikatormethoden als wesentlicher Vorteil genannt. In der Tat sind beispielsweise an die Multiplikation zweier Variablen rechentechnisch keine hohen Anforderungen zu stellen. Dies scheint zumindest auf den ersten Blick so. Betrachtet man jedoch mögliche Fehlerquellen bei der Ermittlung eines nachhaltigen Ergebnisses bzw. Cashflows, fordert die sachgerechte Anwendung einer Multiplikatormethode doch einen erheblichen Arbeitsaufwand, der häufig nicht unwesentlich geringer als bei der Anwendung eines Diskontierungsverfahrens ist.

Als Hauptfehlerquellen bei der Ermittlung des nachhaltigen Ergebnisses des zu bewertenden Unternehmens kommen dabei verschiedene Sachverhalte in Frage:

- Fortschreibung von Einmaleffekten
- Hockey-Stick-Effekte bzw. Turn-Around-Effekte
- Negative oder stark schwankende Ergebnisse
- Anwendung unterschiedlicher Rechnungslegungsvorschriften

Die Ermittlung des Ergebnisses nach DVFA/SG oder der Cash Earnings nach DVFA/SG soll eine einheitliche Ermittlung der relevanten Ergebnisgrößen bei den dafür relevanten Multiplikatoren gewährleisten. Dennoch besteht die Gefahr im Rahmen der Anwendung von Multiplikatormethoden, dass *Einmaleffekte* (z.B. Verlustvorträge, Zuschüsse/Zulagen) nicht sachgerecht im Rahmen der Bewertung berücksichtigt werden.

2 Bei einem Spiraleffekt handelt es sich um eine systematische Höherbewertung von Unternehmen, indem die aus einer Peer Group abgeleiteten Multiplikatoren aufgrund unterschiedlicher Risiko-, Rendite- und Wachstumserwartung noch um Zuschläge erhöht werden. Die höhere Bewertung dieser Unternehmen fließt wiederum in die Peer Group von nachfolgenden Unternehmensbewertungen ein.

Als problematisch erweist sich häufig die Ermittlung eines nachhaltigen Ergebnisses für den Bewertungszeitraum. Insbesondere die Planzahlen von Wachstumsunternehmen weisen zum Zeitpunkt der Bewertung oft den Übergang von einer verlustreichen Investitionsphase in eine Gewinnphase auf. Diese so genannten *Hockey-Stick- bzw. Turn-Around-Effekte* bereiten bei der Unternehmensbewertung mit Multiplikatoren erhebliche Schwierigkeiten. Dies gilt ebenfalls bei *negativen* oder *stark schwankenden Ergebnissen*.

Unterschiedliche *Rechnungslegungsvorschriften* innerhalb eines Landes und beim Vergleich des zu bewertenden Unternehmens mit Unternehmen aus anderen Ländern relativieren ebenfalls die Aussage, dass es sich bei den Multiplikatormethoden um einfache Bewertungsverfahren handelt. Denn Pensionsverpflichtungen, Restrukturierungsaufwendungen oder beispielsweise Mitarbeiterbeteiligungsmodelle haben Einfluss auf die relevanten Bewertungsgrößen.

ad 3) Hohe Verbreitung und leichte Vergleichbarkeit

Zweifelsohne sprechen die hohe Verbreitung der Multiplikatormethoden und die breite Akzeptanz der Kapitalmarktteilnehmer für die Anwendung der Multiplikatormethoden im Rahmen von Unternehmensbewertungen. Bei Kenntnis der möglichen Problemfelder und sachgerechter Auswahl der Vergleichsunternehmen ermöglichen die Multiplikatormethoden eine leichte Vergleichbarkeit der Bewertungsergebnisse.

1.3 Fazit

Die nachfolgenden Ausführungen stellen einzelne ausgewählte Multiplikatorverfahren vor. Dabei werden sowohl die theoretischen Hintergründe als auch praktische Anwendungsbereiche dargestellt. Ein wesentlicher Beitrag besteht darin, die Grenzen der Aussagefähigkeit der einzelnen Multiplikatormethoden aufzuzeigen und den Leser auf Problembereiche bei der Anwendung von Multiplikatormethoden hinzuweisen. Für diese Anwendungsprobleme werden Lösungsansätze vorgestellt.

Autorenverzeichnis

Felix K. Adrian, CFA

Felix Adrian ist Bereichsleiter für Investment Strategy und Asset Allocation bei der COMINVEST Asset Management GmbH. Seit 1988 bei der COMMERZBANK AG, arbeitete er in verschiedenen Positionen als Finanzanalyst für börsennotierte Unternehmen, war Gruppenleiter für das europäische Unternehmensresearch und baute seit 1994 im Geschäftsfeld Asset Management der Bank das quantitative Aktienresearch auf. Davor war er zwei Jahre für eine Unternehmensberatung für die Pharmaindustrie in Madrid tätig.

Er studierte Betriebswirtschaftslehre an der Universität zu Köln mit den Schwerpunkten Unternehmensrechnung, Finanzierungslehre und Wirtschaftsinformatik. Während seiner Arbeit als Analyst machte er die Ausbildungsgänge zum Investmentanalyst/DVFA und zum Chartered Financial Analyst®.

Felix Adrian ist Mitglied des DVFA-Arbeitskreises Bewertungsmethoden.

Der Autor verfasste die Kapitel 3.2.1 Kurs/Gewinn-Verhältnis und 3.2.2 Price/Earnings-to-Growth-Ratio.

Peter Braun

Peter Braun ist seit Januar 2001 Abteilungsdirektor und Senior Analyst für Finanzwerte der COMINVEST Asset Management GmbH. Von 1983 bis 2000 war er für die Commerzbank AG tätig, zuletzt als Abteilungsdirektor und Senior Analyst in der Unternehmensbewertung, davor als Analyst für börsennotierte Unternehmen unterschiedlicher Branchen.

Das Studium der Betriebswirtschaftslehre (Schwerpunkt Banken/Finanzierung) absolvierte er an der Universität Mannheim.

Peter Braun ist Mitglied des DVFA-Arbeitskreises Bewertungsmethoden.

Der Autor verfasste das Kapitel 4.3 Bewertung über steuerliche Verlustvorträge und steuerliche EK-Töpfe.

Andreas Creutzmann

Andreas Creutzmann ist seit Januar 2000 Vorstandsvorsitzender der GC Corporate Finance AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt, und geschäftsführender Gesellschafter der Creutzmann & Co. GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Landau.

Er ist ein auf Unternehmensbewertungen spezialisierter Wirtschaftsprüfer und Steuerberater.

Als Diplom-Kaufmann trat er 1992 bei der heutigen Ernst & Young AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, im Fachbereich Wirtschaftsprüfung in Stuttgart ein. Dort war er zunächst überwiegend mit Jahresabschlussprüfungen mittelständischer Unternehmen und internationaler Konzerne beschäftigt. Daneben war er von 1993 bis 1998 und ab 1999 ausschließlich in der Corporate Finance-Beratung für Ernst & Young tätig.

Herr Creutzmann ist DVFA-Analyst und Mitglied des DVFA-Arbeitskreises Bewertungsmethoden sowie Lehrbeauftragter für das Fach Unternehmensbewertung. Als Referent hält er seit vielen Jahren Vorträge zur Unternehmensbewertung.

Der Autor verfasste zusammen mit Nicole Deser das Kapitel 1. Einführung und das Kapitel 4.5 Die kongruente Bereinigung einmaliger Sondereinflüsse zusammen mit Günter Schmitt.

Nicole Deser, CEFA, CFA

Nicole Deser ist seit 2003 selbstständige Finanzanalystin. Von 2001 bis 2003 leitete sie die Abteilung Corporate Finance der Consors Capital Bank AG. Zuvor war sie seit 1995 im Bereich Corporate Finance/ Aktienemissionen der BHF-BANK AG tätig und leitete zuletzt die Gruppe Unternehmensbewertung.

Nach ihrer Berufsausbildung zur Bankkauffrau beendete Frau Deser ein Betriebswirtschaftsstudium an der Universität Frankfurt am Main. Sie hat die internationale Ausbildung zum Chartered Financial Analyst (CFA), das DVFA-Ausbildungsprogramm zum CEFA-Investmentanalyst/DVFA sowie den Universitätslehrgang Master of Advanced Studies Investment Research and Asset Management an der Wirtschaftsuniversität Wien absolviert.

Die Autorin verfasste zusammen mit Andreas Creutzmann das Kapitel 1. Einführung.

Sigrid Krolle

Sigrid Krolle ist Diplom-Volkswirtin und seit Februar 1998 Senior Managerin bei PricewaterhouseCoopers in Frankfurt im Bereich Advisory. Sie ist zuständig für Qualitätsmanagement innovativer Fragestellungen und Produktspezialistin für die kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung. Zuvor war sie für die Commerzbank AG, Frankfurt, als Finanzanalystin, bei der Treuhandanstalt als Gruppenleiterin im Bereich Vertragsverhandlungen und beim Prüfungsverband Deutscher Banken tätig.

Frau Krolle ist Mitglied verschiedener Arbeitskreise der DVFA-Methodenkommission und hat mehrere Beiträge zur Bewertung von Unternehmen und Realoptionen veröffentlicht.

Die Autorin verfasste die Kapitel 3.1.1 Enterprise-Value/EBIT(DA)-Verhältnis und Kapitel 4.4 Der Einfluss von Stock Options auf die Unternehmensbewertung.

Hans-Peter Kuhlmann

Hans-Peter Kuhlmann leitet seit 1996 die Abteilung Equity Research bei der Baden-Württembergischen Bank AG in Stuttgart. Sein beruflicher Werdegang begann bei der Dresdner Bank AG 1989 als Trainee in Nürnberg. Zwischen 1990 und 1996 war er als Aktienanalyst bei der Dresdner Bank in Frankfurt tätig und hat 1993 die Ausbildung zum Investmentanalysten DVFA erfolgreich abgeschlossen.

Zuvor hatte er nach einer Banklehre bei der Dresdner Bank in Bochum und Mannheim Wirtschaftswissenschaft bzw. Betriebswirtschaftslehre mit dem Abschluss Diplom-Kaufmann studiert.