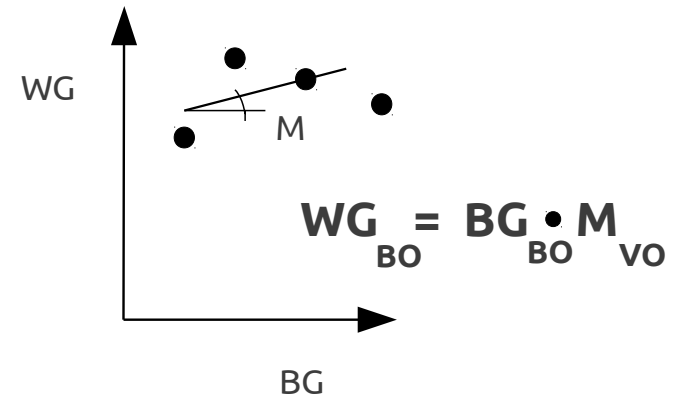
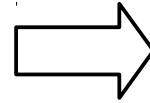
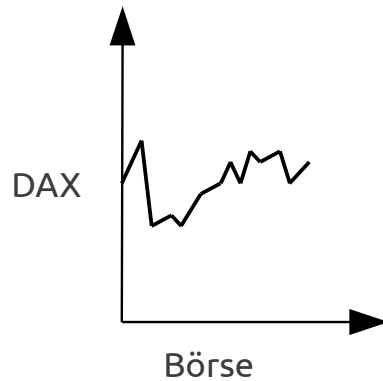


Vorstellung der Seminararbeit:

„Die Multiplikatormethode aus Sicht der funktionalen Bewertungslehre“



Dr.-Ing. Olaf Kintzel

Fernuniversität Hagen

Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Unternehmensgründung
und Unternehmensnachfolge

Univ.-Prof. Dr. habil. Thomas Hering

25.-26. 01. 2012

Unternehmen:

Sozial, wirtschaftlich und rechtlich eigenständige Gesamtheit mit erwerbswirtschaftlicher Zielsetzung

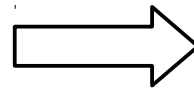
$$\Rightarrow \text{Gewinn} = \text{Erlös} - \text{Kosten} = r \cdot \text{EK}$$

Sinn des Wirtschaftens:

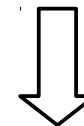
- ausreichende Rendite des Eigenkapitals (Shareholder value)
- gesamtwirtschaftliche Ziele (Stakeholder value)

Vorteil eines Unternehmens:

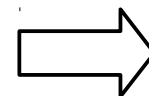
- Reduktion der Transaktionskosten
- Fokussierung auf Betriebszweck
- Bündelung von Kernkompetenzen



- jedes Unternehmen hat einen bestimmten Wert
- Markt für/ Handel von Unternehmen



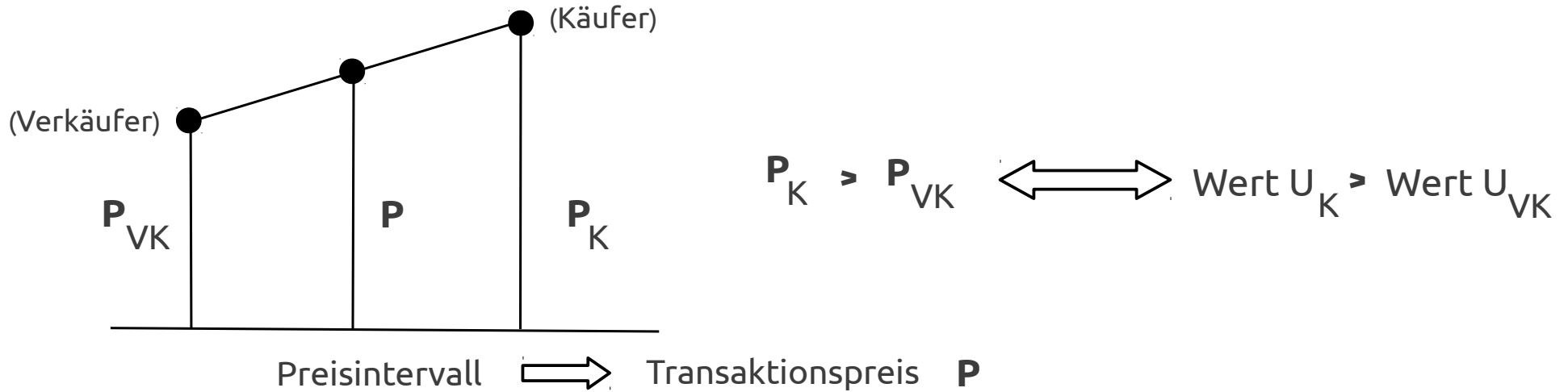
Jedes Unternehmen hat einen bestimmten Preis



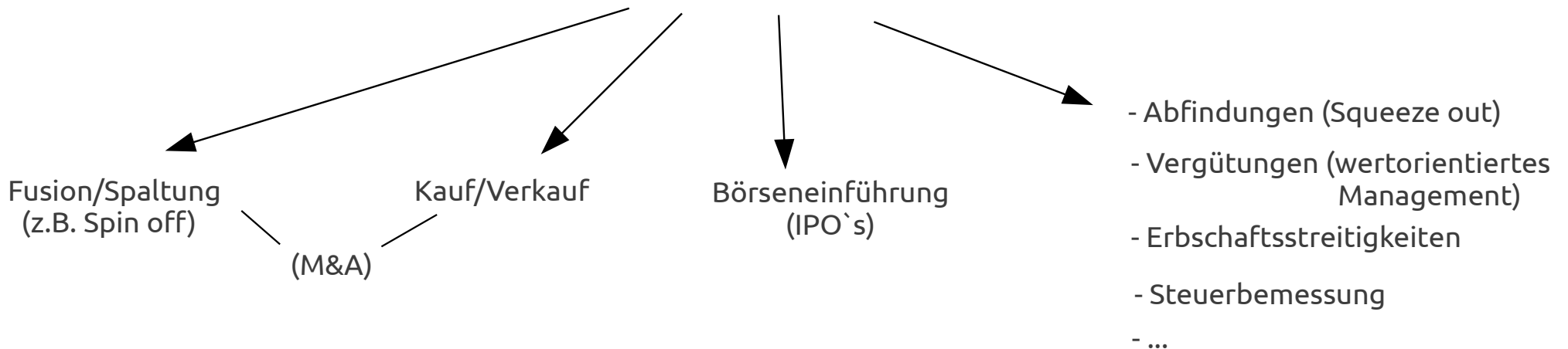
Unternehmensbewertung

Ziel der Unternehmensbewertung:

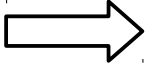
➔ Ausloten eines möglichen Transaktionspreises



Bewertungsanlässe

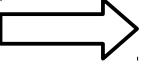


Wertbestimmung

„Kühle Rechner“  - Rendite > Alternativrendite
- objektiv - - Shareholder value (Gewinne bzw. Ausschüttungen über die Zeit)

(Zukunfts-/Vergangenheitsbezogenheit)

} Objektive
Bewertungslehre
(bis 1960`er)

allerdings:  - individuelle Vorteile (auch immateriell (z.B. Patente, Lizenzen, Kundenstamm))
- subjektiv - - Verbundeffekte, Synergiepotenziale
- auch individuelle Nachteile

} Funktionale
Bewertungslehre
(ab 1970'er)

} Subjektive
Bewertungslehre
(ab ca. 1965)

(Subjektivität)

Funktionale Bewertungslehre:

- Bsp.: Wert (Abfindung) ≠ Wert (Kauf/Verkauf)

(Zweckabhängigkeit)

Finanzierung

Gesamtkapital GK

$$V = \frac{FK}{EK}$$

Eigenkapital EK

Rendite r_{EK}

Fremdkapital FK

Rendite r_{FK}

- Banken

$$r_{EK} > r_{FK}$$

„Leverage“-Formel:

$$r_{EK} = r_{GK} + (r_{GK} - r_{FK}) \cdot V$$

- Einzelunternehmer
- Gesellschafter (GmbH, KG)
- Anteilseigner (AG)

} Individueller Wert

Handel am Markt (Aktien an der Börse)

„Marktwert“ tritt an die Stelle des individuellen Wertes

Der Marktwert

Nach anglo-amerikanischer Sicht:

Marktwert = objektiver Wert = wahrer Wert = fairer Wert

- ⇒ Prinzip: Die Mehrheit kann nicht falsch liegen
- ⇒ Vertrauen auf Rationalität der Marktteilnehmer
- ⇒ Annahme der Effizienz des Marktes

aber:

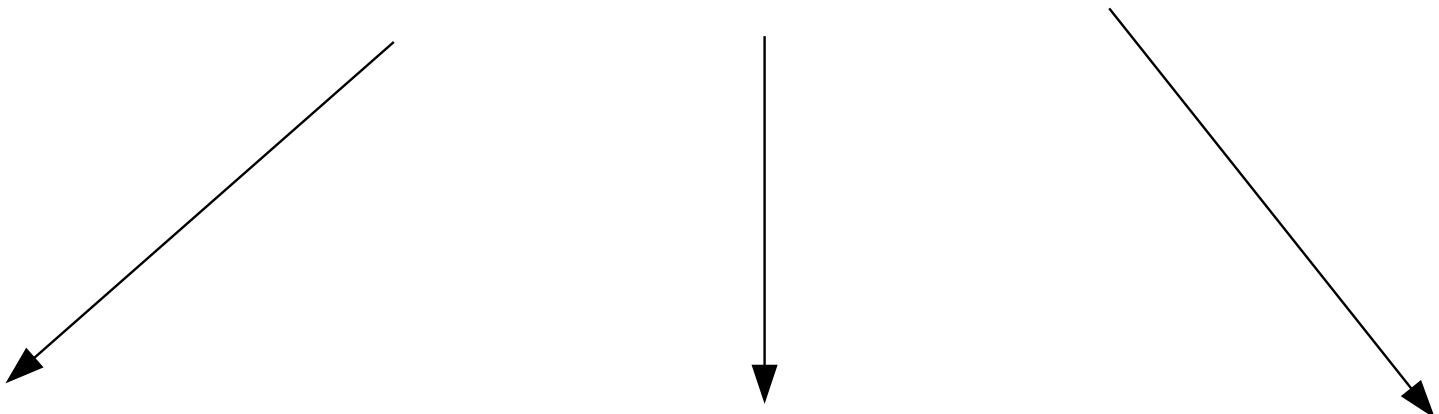
- ⇒ Ungleichmäßig verteilte Informationen
- ⇒ Irrationalität des Marktes (Herdenverhalten, Abhängigkeit von Marktstimmungen)

Im Prinzip: Marktwert = Barwert der Dividendenausschüttungen

aber: überwiegend Spekulation (Handel von Erwartungen)

allgemein Zweifel an Objektivität des Marktes wegen Volatilität der Aktienkurse

Unternehmensbewertungsverfahren



- Zukunftserfolgswertverfahren
(Barwert der Zahlungsüberschüsse)

- Substanzwert
- Liquidationswert

- Vergleichsverfahren
Multiplikatorverfahren

- Totalmodelle (Lineare Optimierung)

Multiplikatorverfahren

Annahme: Vergleichbare Unternehmen haben vergleichbare Marktwerte

Fundamentale Gleichung:

$$WG_{BO} = BG_{BO} \cdot M_{VO}$$

BO: Bezugsobjekt

VO: Vergleichsobjekt

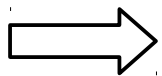
WG: Wertgröße (Börsenwert (MK des EK), Unternehmenswert (EK + FK))

BG: Bezugsgröße (Gewinn, Cashflow, Umsatz, operativer Verdienst,...)

Konsistenz

daher: **„Je vergleichbarer die Unternehmen, desto besser!“**

Problem: zugänglich sind oftmals nur offizielle Jahresabschlüsse, Bilanzen, etc.



- Gefahr der Manipulation („Schönrechnen“)

- Unterschiedliche Rahmenbedingungen (Steuergesetze, Rechnungslegungsvorschriften)

- Unterschiedliche Ausübung von Vorschriften (Bewertung, Ansatzwahlrechte)

daher: Bereinigung der Angaben **„Je vergleichbarer die BG, desto besser!“**

Multiplikatorverfahren



Equity-Verfahren

Entity-Verfahren (...+FK)

WG: Börsenwert (**Marktkapitalisierung** MK)
= Aktienkurs • Stammaktien

Enterprise-Value (EV) (operativ !)
= MK + verzinsliches FK
- nicht-operative Werte (liquide Mittel, ...)
+ Anteile Dritter (andere Ansprüche)

BG: **Buchwert:** KBV (P/B-R)
Kurs-Buchwert-Verhältnis

Gewinn: KGV (P/E-R)
Kurs-Gewinn-Verhältnis

Cashflow: KCFV
Kurs-Cashflow-Verhältnis

Umsätze (Sales)

operativer Verdienst vor:

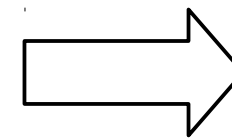
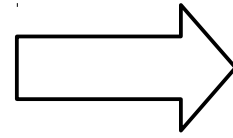
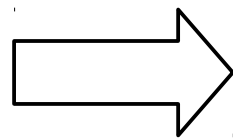
EBIT: Steuern und Zinsen (taxes, interests)

EBDIT:, Abschreibungen (depreciation)

EBITDA:, Firmenwert (amortization)

EBITDAR:, Leasing (rent)

Allgemeines Vorgehen der Multiplikatorverfahren



Analyse des Bezugsobjekts

- Unternehmensanalyse
- Umweltanalyse

Referenzauswahl

- Vergleichsobjekte (Peer group)
 - Branchenzugeh.
 - weitere Faktoren

Multiplikatorenwahl

- Equity-Multiples
- Entity-Multiples
- Alternative Werttreiber (Hotelbetten, Nutzer,..)

Wertermittlung

- Verdichtung (Median/Mittelwert)
- Zu- bzw. Abschläge (Kontrollprämie, Fungibilität, Allgemeine Prämien)

„Stand-alone“-Wert

Grobjustierung

national/
internat.
anwendbar

- Recent Acquisitions Method (RAM)
(tatsächliche Transaktionswerte inkl. Prämien)

- Initial Public Offerings Methods (IPOM)
(Neuemissionen an der Börse/Primärmarkt)

- Similar Public Company Method (SPCM)
(Börsenkurs am Sekundärmarkt)



Börsennotierung vorausgesetzt!

Vergleichsfaktoren für Referenzunternehmen

- Branchenzugehörigkeit
 - Annahme der gleichen Wettbewerbskräfte (5 nach Porter)
 - gleiche Margenentwicklung
 - ähnliches Umsatzwachstum
 - Saisonalität des Geschäfts
 - ähnliche Kundenstruktur
 - vergleichbarer Produktlebenszyklus
- Spezifische Unternehmenskennwerte
 - Unternehmensgröße
 - ⇒ ähnliche Kostenstruktur (z.B. Anlageintensität)
 - Wachstumszyklus (Reifegrad) **ohne Gewinn kein KGV ! (Unternehmen im Wachstum)**
 - Tiefenstruktur der Wertschöpfung („Make or Buy“)
 - Art der Unternehmensorganisation (Einkauf/Absatz/Marketing)
 - Finanzierung
 - ⇒ Verschuldungsgrad **Entity-Multiplikatoren sinnvoller, wenn V unterschiedlich !**
- Allgemeine Rahmenbedingungen
 - rechtliche und steuerliche Vorschriften

Equity-Multiplikatoren

KGV:

$$M = \frac{\text{MK des EK}}{\text{Gewinn}} \quad \begin{array}{l} \text{WG} = \text{MK des EK} \\ \text{BG} = \text{Gewinn} \end{array}$$

„Anzahl der Jahre, die es dauert, bis ein Investor sein Kapital in Form von auf Unternehmensebene versteuerten Gewinnen zurückerhalten kann!“

Berechnung: **JAHRESÜBERSCHUSS**
+/- Bereinigung ungewöhnlich

GEWINN

- ➡ Praktisch Kehrwert der Rendite des EK (EK des verschuldeten Unternehmens)
- ➡ Bei verschiedenen Verschuldungsgraden nicht vergleichbar (nach M.&M.)
- ➡ Hohe Abhängigkeit von Rechnungslegungsvorschriften
national / international: Imparitätsprinzip in Deutschland (Gläubigerschutz)
national: Ansatzwahlrechte, Besteuerung (Rücklagen, Verlustvortrag,...)
- ➡ Keine Trennung operativ / nicht-operativ (da von JÜ ausgehend)
- ➡ Nicht anwendbar bei Verlustunternehmen

Equity-Multiplikatoren

KBV:

$$M = \frac{\text{MK des EK}}{\text{Buchwert des EK}}$$

WG = MK des EK

BG = Buchwert des EK

⇒ Abhängigkeit von Rechnungslegungsvorschriften

⇒ KBV < 1 → Zerschlagung sinnvoll

KCFV:

$$M = \frac{\text{MK des EK}}{\text{Cashflow}}$$

WG = MK des EK

BG = Cashflow

Berechnung:

JAHRESÜBERSCHUSS

+ Abschreibungen (SA)

Δ Rückstellungen

+/- Bereinigung ungewöhnlich



zahlungsunwirksame
Aufwendungen / Erträge

CASHFLOW (zahlungswirksam)

⇒ Eliminierung verschiedener Bewertungsmethoden → international vergleichbar

⇒ Keine Trennung operativ / nicht-operativ (da von JÜ ausgehend)

⇒ mittelbar Abhängigkeit vom Verschuldungsgrad

Entity-Multiplikatoren

$M = \frac{EV}{\text{operativer Verdienst}}$	$WG = \text{Enterprise value}$
	$BG = \text{operat. Verdienst}$

Berechnung:

UMSÄTZE

- Herstellungskosten

- Vertriebs- und Verwaltungskosten

+/- sonst. betriebl. Erträge/Aufwendungen

} operativer
Verdienst vor
Zinsen und Steuern

EBIT

+ Abschreibungen auf SA

EBDIT

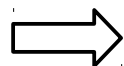
+ Abschreibungen auf Goodwill (Firmenwert)

EBITDA

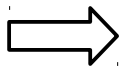
gleiche Anlageintensität!



„Äpfel mit Äpfeln vergleichen!“



auch anwendbar bei unterschiedlichem Verschuldungsgrad (da GK-Größe)



Bereinigung von Ansatz- und Bewertungsprofilen möglich → international vergl.

Prinzip: „Vergleichbare Unternehmen noch vergleichbarer machen!“

Diskussion:

PRO:

- einfach anwendbar (einfacher Dreisatz!)
- basierend auf offiziell zugänglichen Informationen (Jahresabschlüsse, Bilanzen,...)
- durch Einfachheit grundlegende Kenntnis voraussetzbar → allgemeine Verbreitung in der Praxis
- Plausibilisierung von mit anderen Verfahren ermittelten Werten
- konzeptionelle Nähe zum eindimensionalen Restwert → Restwertbestimmung
- gut für Argumentationszwecke
- sinnvoll für ersten Anhalt bei Neuemissionen (IPO`s) (Bsp.: New Economy)
- Auswertung von Vergangenheitsdaten leicht möglich (für Querschnittsanalysen)

CONTRA:

- mangelnde Subjektivität (grobe Anpassung durch Zu- und Abschläge)
- Eindimensionalität (1-Perioden- bzw. Stichtagsbezogenheit)
- Zweifel an der Objektivität des Marktes
- Abhängigkeit von allgemeinen Marktstimmungen („bullish“, „bearish“)
- Anzahl an guten Vergleichsunternehmen beschränkt (notwendig: Börsennotierung)
- Aktualität der Daten notwendig → Einschränkung der Größe der Peer group
- Annahme der Proportionalität fraglich:
 - exponentielle Größendegressionseffekte
 - nichtlineare Erfahrungskurven-/Lerneffekte