



**Schwerpunktfach Unternehmensprüfung  
Seminarreihe Unternehmensbewertung**

**Marktorientierte Unternehmensbewertung:  
Multiplikatorverfahren**

**Klaus Wenzel, WP/StB  
Corporate Finance-/Unternehmensberatung**



---

Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Steuerberatungsgesellschaft



1. **Kurzvorstellung der BPG Beratergruppe**
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

## 1. Die BPG - Beratergruppe

BPG ist eine große unabhängige, partnerschaftlich geführte Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungsgesellschaft mit 10 Standorten in Deutschland und Tochtergesellschaften im Ausland.

Über 200 Mitarbeiter – Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Rechtsanwälte, Unternehmens- und IT-Berater – bieten einen interdisziplinären Beratungsansatz auf höchstem Niveau.

Unsere hochqualifizierten Spezialisten betreuen Unternehmen aller Branchen der deutschen Wirtschaft, Institutionen des öffentlichen Sektors sowie vermögende Privatpersonen individuell und mit maßgeschneiderten Lösungen.

Durch unsere Mitgliedschaft bei Kreston International und Leading Edge Alliance sind wir international in allen wichtigen Industrienationen vertreten.

Mit unserer Erfahrung aus über 30 Jahren helfen wir unseren Mandanten, ihren Erfolg nachhaltig zu sichern.



Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Steuerberatungsgesellschaft



Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Steuerberatungsgesellschaft



Prof. Dr. K. Schwantag/  
Dr. P. Kraushaar GmbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Steuerberatungsgesellschaft



Wirtschaftsprüfungs- und  
Unternehmensberatungsgesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Unternehmensberatungsgesellschaft mbH



Wirtschaftsprüfungsgesellschaft und  
Steuerberatungsgesellschaft



Wirtschaftsprüfungs- und  
Steuerberatungsgesellschaft



BPG Baltic Inspekcija AMJ

1. Die  BPG - Beratergruppe

## Für Ihre Kontaktaufnahme

- Wir suchen jederzeit Assistenten und Praktikanten (w/m) -



### Klaus Wenzel

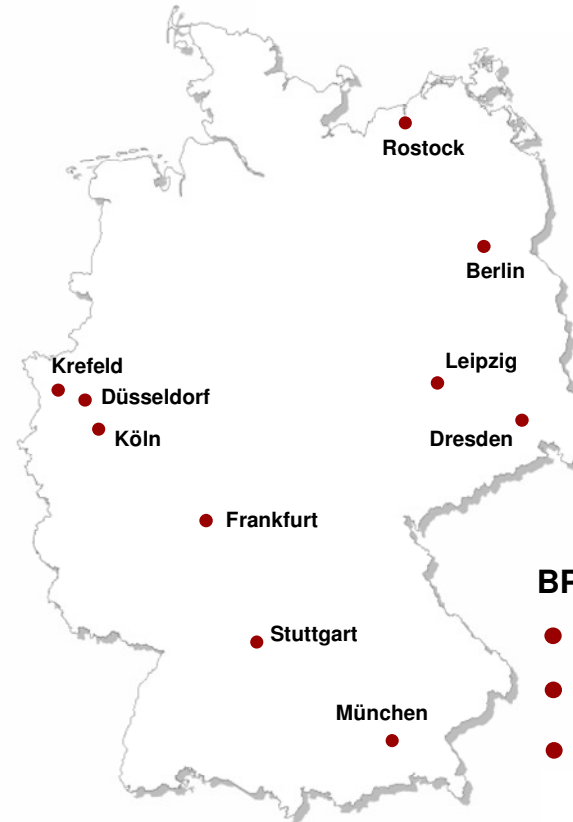
Wirtschaftsprüfer, Steuerberater  
Geschäftsführer, Partner  
Tel: +49 (0)2151 508 461  
Fax: +49 (0)2151 508 4361  
Mail: [wenzel@bpg.de](mailto:wenzel@bpg.de)



### Andreas Hoffmann

Wirtschaftsprüfer  
Geschäftsführer, Partner  
Tel: +49 (0)2151 508 464  
Fax: +49 (0)2151 508 4364  
Mail: [hoffmann@bpg.de](mailto:hoffmann@bpg.de)

Über 200 Mitarbeiter sind beschäftigt an  
13 Standorten in...

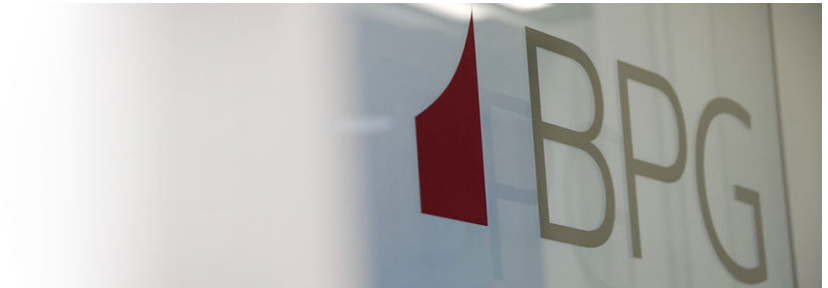


### BPG im Ausland:

- Breslau
- Warschau
- Riga



Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Steuerberatungsgesellschaft  
Uerdinger Straße 52  
47800 Krefeld  
Telefon 02151 508-400  
Telefax 02151 508-401



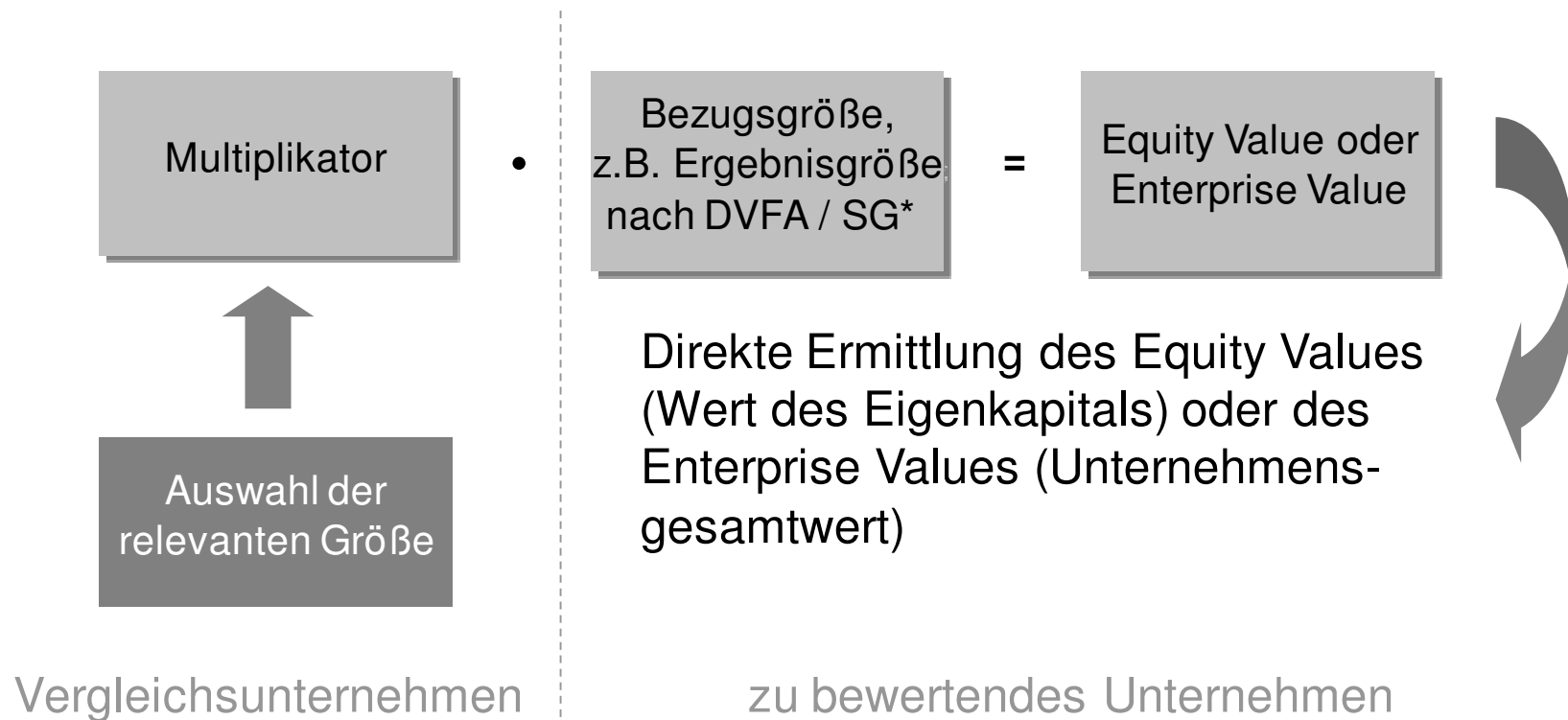
1. Kurzvorstellung der BPG Beratergruppe
- 2. Definition und Grundidee**
3. Verfahren der marktorientierten Unternehmensbewertung
4. Prozess der Berechnung
5. Übersicht ausgewählter Multiplikatoren
6. Praxisbeispiel: Marktorientierte Bewertung der Energy AG
7. Beurteilung der marktorientierten Unternehmensbewertung und Anwendungsgebiete

## 2. Definition und Grundidee

### Grundidee der Multiplikatorverfahren



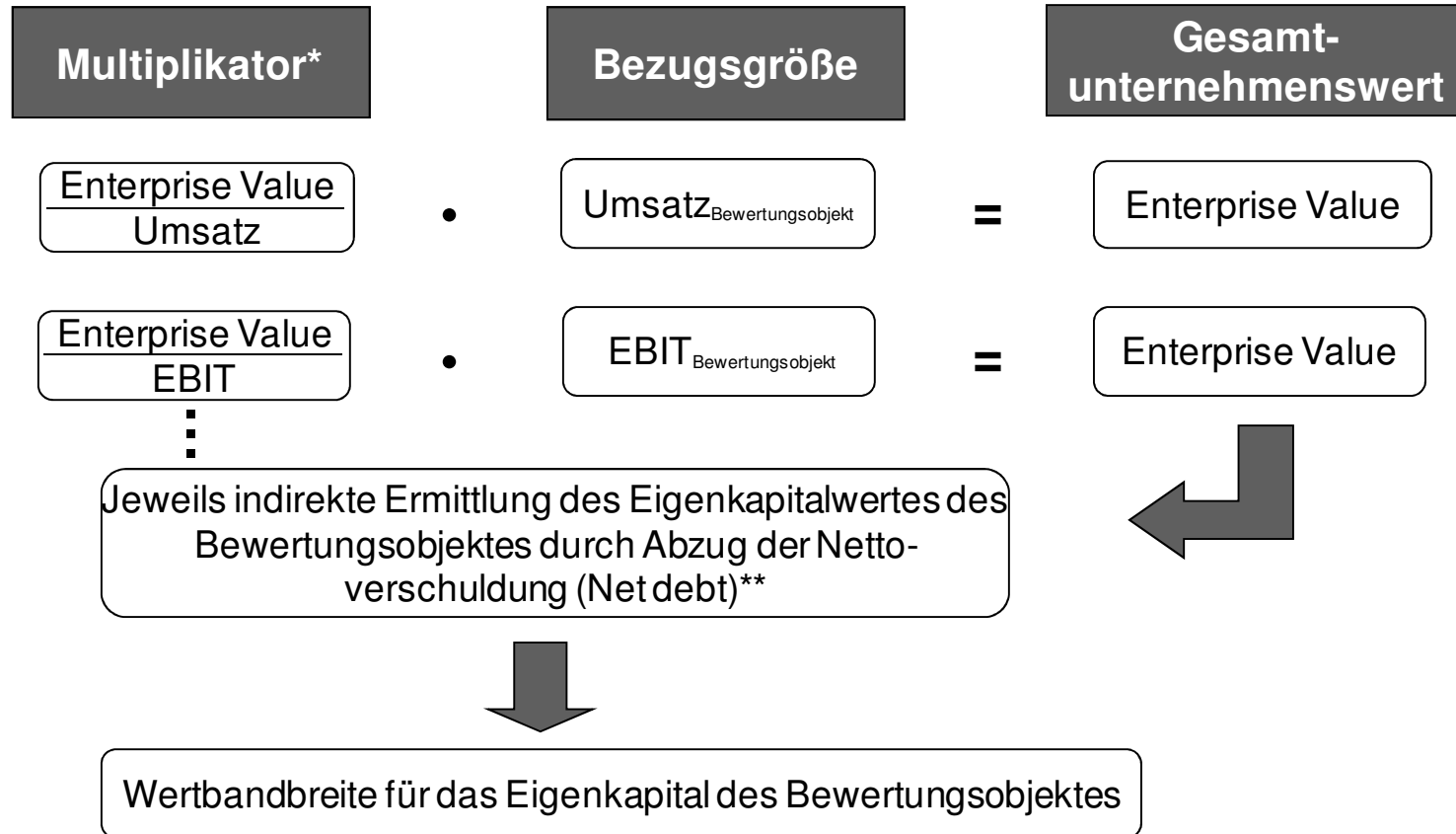
- Bewertung des Unternehmens durch Rückgriff auf ein Vielfaches (=Multiplikator) einer Bezugsgröße



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

## 2. Definition und Grundidee

### Marktorientierte Bewertung: Multiplikatorverfahren (Beispiele)



\* Jeweils von vergleichbaren börsennotierten Unternehmen und von vergleichbaren Unternehmenstransaktionen

\*\* Net debt entspricht zinstragenden Nettverbindlichkeiten zzgl. Pensionsverpflichtungen

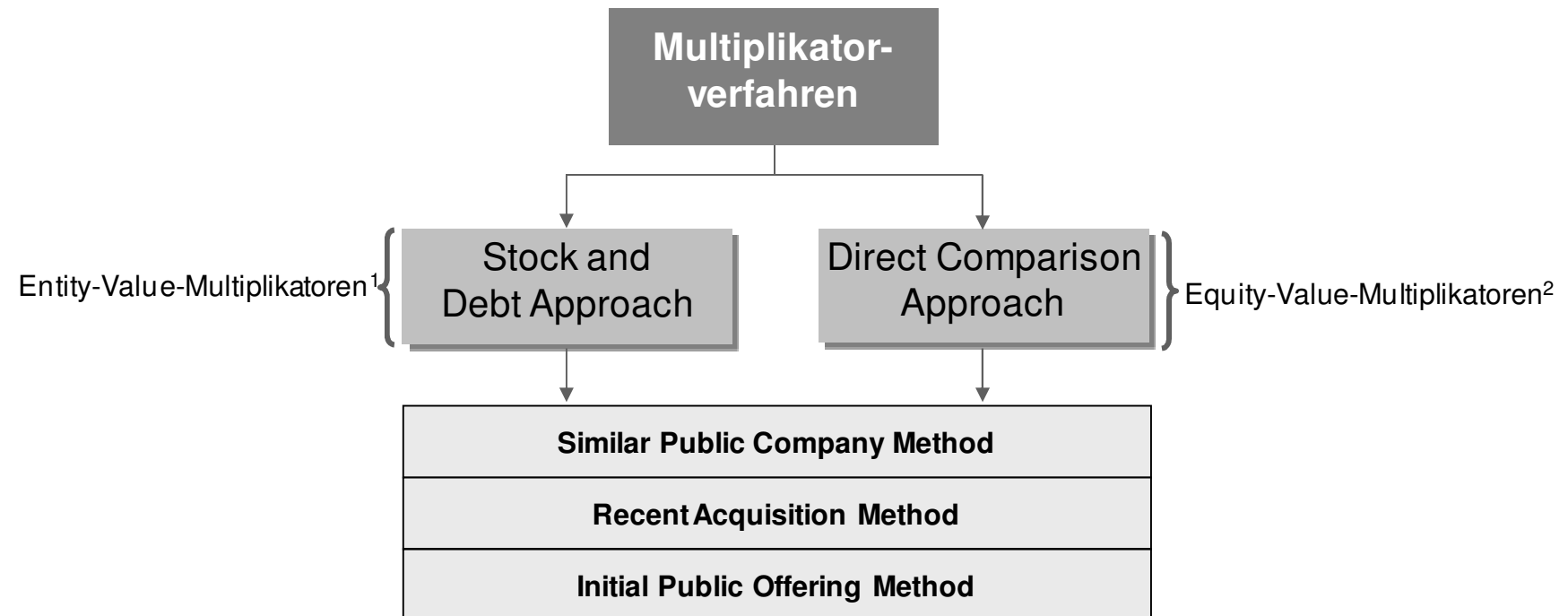


1. Kurzvorstellung der BPG Beratergruppe
2. Definition und Grundidee
- 3. Verfahren der marktorientierten Unternehmensbewertung**
4. Prozess der Berechnung
5. Übersicht ausgewählter Multiplikatoren
6. Praxisbeispiel: Marktorientierte Bewertung der Energy AG
7. Beurteilung der marktorientierten Unternehmensbewertung und Anwendungsgebiete



### 3. Verfahren der marktorientierten Unternehmensbewertung

## Überblick

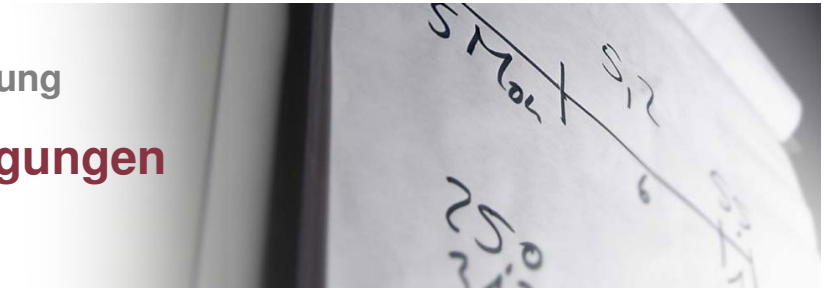


<sup>1</sup> Mit Entity-Value-Multiplikatoren wird auf der ersten Stufe der Gesamtunternehmenswert ermittelt

<sup>2</sup> Mit Equity-Value-Multiplikatoren wird der Marktwert des Eigenkapitals direkt ermittelt

### 3. Verfahren der marktorientierten Unternehmensbewertung

## 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

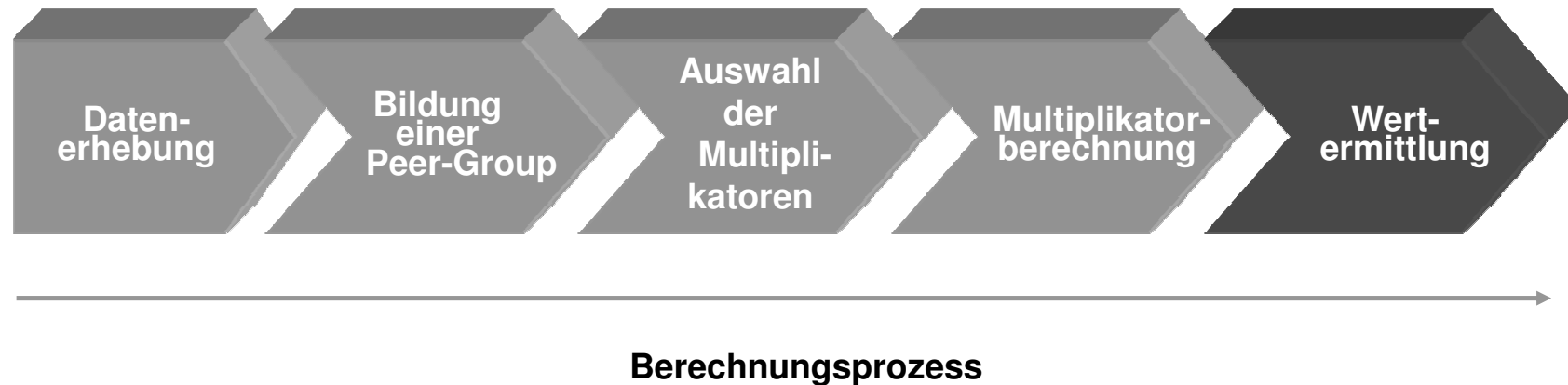
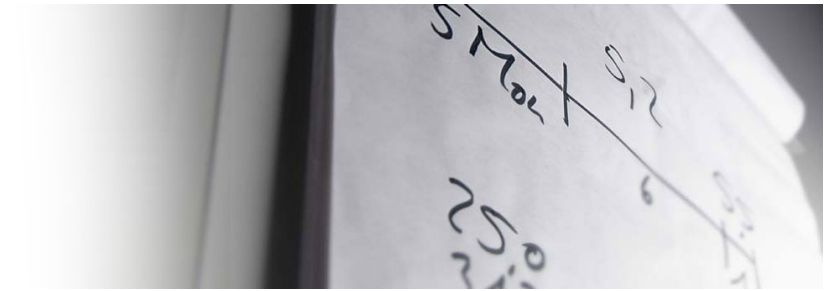
- Wertermittlung auf Basis von Emissionspreisen für Anteile vergleichbarer Unternehmen



1. Kurzvorstellung der BPG Beratergruppe
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

#### 4. Prozess der Berechnung

### Darstellung des Berechnungsprozesses



#### 4. Prozess der Berechnung

### „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

#### 4. Prozess der Berechnung

### „Checkliste“ zum Vorgehen beim Market Approach



- 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

#### 4. Prozess der Berechnung

### „Checkliste“ zum Vorgehen beim Market Approach



- 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



1. Kurzvorstellung der BPG Beratergruppe
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



## 5. Übersicht ausgewählter Multiplikatoren

### Enterprise-Value-Multiplikatoren



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

## 5. Übersicht ausgewählter Multiplikatoren

### Enterprise-Value-Multiplikatoren



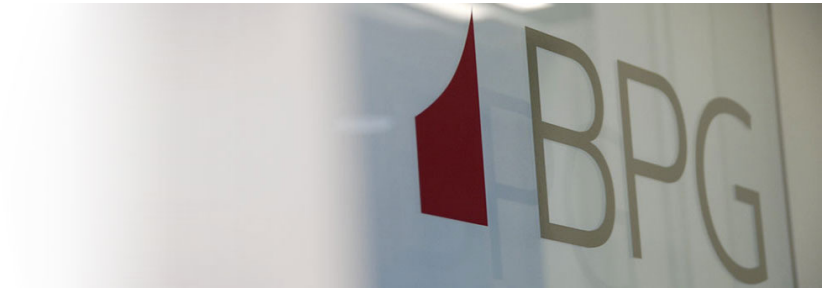
Bezugsgröße	Berechnung	Vor-/Nachteile (+/-)
<b>EBIT-Multiplikator</b> (Earnings before Interest and Taxes)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EBIT=bereinigter Gewinn vor Zinsen und Ertragsteuern</li> <li>▪ EBITA-Multiplikator (alternativ): Goodwill-Abschreibungen können zurück gerechnet werden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

## 5. Übersicht ausgewählter Multiplikatoren

### Equity-Value-Multiplikatoren



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



1. Kurzvorstellung der BPG Beratergruppe
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

## 6. 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 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)

## 6. Praxisbeispiel: Marktorientierte Bewertung der Energy AG

### 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
<b>Rohertrag</b>	<b>9.789</b>	<b>10.442</b>	<b>9.765</b>	<b>9.861</b>	<b>9.849</b>	<b>9.753</b>	<b>9.782</b>	<b>9.883</b>	<b>9.883</b>
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
<b>Ergebnis vor Zinsen und Steuern</b>	<b>4.187</b>	<b>4.737</b>	<b>3.919</b>	<b>3.982</b>	<b>4.088</b>	<b>3.888</b>	<b>3.829</b>	<b>3.881</b>	<b>3.789</b>
Zinsergebnis	123	124	95	86	98	101	99	104	110
Beteiligungsergebnis	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Bereinigtes Ergebnis vor Steuern</b>	<b>4.310</b>	<b>4.861</b>	<b>4.014</b>	<b>4.068</b>	<b>4.186</b>	<b>3.989</b>	<b>3.928</b>	<b>3.985</b>	<b>3.899</b>
Neutrales Ergebnis	-822	-405	0	0	0	0	0	0	0
<b>Ergebnis vor Steuern (EBT)</b>	<b>3.488</b>	<b>4.456</b>	<b>4.014</b>	<b>4.068</b>	<b>4.186</b>	<b>3.989</b>	<b>3.928</b>	<b>3.985</b>	<b>3.899</b>

## 6. Praxisbeispiel: Marktorientierte Bewertung der Energy AG

### 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
<b>Rohertrag</b>	<b>9.789</b>	<b>10.442</b>	<b>9.765</b>	<b>9.861</b>	<b>9.849</b>	<b>9.753</b>	<b>9.782</b>	<b>9.883</b>	<b>9.883</b>
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
<b>Ergebnis vor Zinsen und Steuern</b>	<b>4.187</b>	<b>4.737</b>	<b>3.919</b>	<b>3.982</b>	<b>4.088</b>	<b>3.888</b>	<b>3.829</b>	<b>3.881</b>	<b>3.789</b>
Zinsergebnis	123	124	95	86	98	101	99	104	110
Beteiligungsergebnis	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Bereinigtes Ergebnis vor Steuern</b>	<b>4.310</b>	<b>4.861</b>	<b>4.014</b>	<b>4.068</b>	<b>4.186</b>	<b>3.989</b>	<b>3.928</b>	<b>3.985</b>	<b>3.899</b>
Neutrales Ergebnis	-822	-405	0	0	0	0	0	0	0
<b>Ergebnis vor Steuern (EBT)</b>	<b>3.488</b>	<b>4.456</b>	<b>4.014</b>	<b>4.068</b>	<b>4.186</b>	<b>3.989</b>	<b>3.928</b>	<b>3.985</b>	<b>3.899</b>

## 6. Praxisbeispiel: Marktorientierte Bewertung der Energy AG

### Ertragswert: Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes



	Phase I					Phase II
	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ff.
<b>Basiszinssatz vor persönlichen Steuern</b>	<b>4,00%</b>	<b>4,00%</b>	<b>4,00%</b>	<b>4,00%</b>	<b>4,00%</b>	<b>4,00%</b>
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
<b>Risikozuschlag</b>	<b>3,69%</b>	<b>3,69%</b>	<b>3,68%</b>	<b>3,69%</b>	<b>3,70%</b>	<b>3,67%</b>
<b>Kapitalisierungszinssatz vor Wachstumsabschlag</b>	<b>7,69%</b>	<b>7,69%</b>	<b>7,68%</b>	<b>7,69%</b>	<b>7,70%</b>	<b>7,67%</b>
Wachstumsabschlag						0,00%
<b>Kapitalisierungszinssatz</b>	<b>7,69%</b>	<b>7,69%</b>	<b>7,68%</b>	<b>7,69%</b>	<b>7,70%</b>	<b>7,67%</b>



## 6. Praxisbeispiel: Marktorientierte Bewertung der Energy AG

### Ertragswert: Ermittlung des Ertragswertes zum 01. Januar 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
<b>Ertragswert zum 1. Januar 2010</b>	<b>35.137</b>					

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

## 6. Praxisbeispiel: Marktorientierte Bewertung der Energy AG

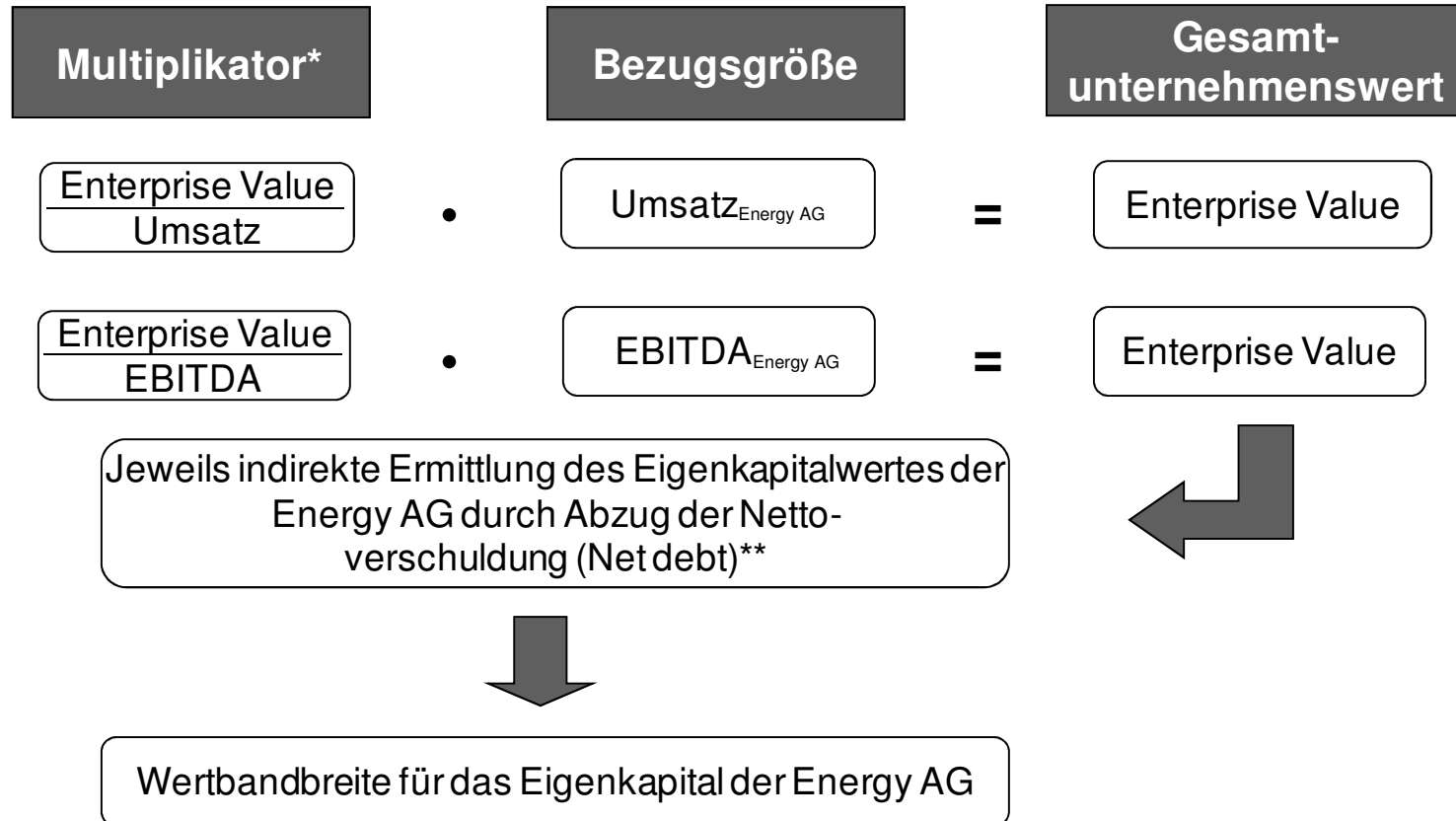
### DCF: Ermittlung des Unternehmenswertes zum 01. Januar 2010



Energy AG	2010	2011	Phase I			Phase II
	T€	T€	2012 T€	2013 T€	2014 T€	T€
<b>Free Cash Flow</b>	<b>2.909</b>	<b>3.094</b>	<b>2.672</b>	<b>2.675</b>	<b>3.144</b>	<b>2.736</b>
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%
<b>WACC</b>	<b>7,50%</b>	<b>7,49%</b>	<b>7,51%</b>	<b>7,51%</b>	<b>7,48%</b>	<b>7,51%</b>
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
<b>Gesamtwert Eigenkapital</b>	<b>35.137</b>	<b>35.057</b>	<b>34.888</b>	<b>34.837</b>	<b>34.828</b>	<b>34.781</b>

## 6. Praxisbeispiel: Marktorientierte Bewertung der Energy AG

### Marktorientierte Bewertung: Multiplikatorverfahren



\* Jeweils von vergleichbaren börsennotierten Unternehmen und von vergleichbaren Unternehmenstransaktionen

\*\* Net debt entspricht zinstragenden Nettverbindlichkeiten zzgl. Pensionsverpflichtungen

## 6. Praxisbeispiel: Marktorientierte Bewertung der Energy AG

### 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
	<b>Median</b>		<b>1,4</b>	<b>7,1</b>
	Average		2,1	8,2
	Minimum		0,9	5,3

Quelle: Bloomberg, Unternehmensinformationen

Anmerkung: Median EV/EBITDA ohne Maximum

## 6. Praxisbeispiel: Marktorientierte Bewertung der Energy AG

### 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
<b>Marktwerte des Eigenkapitals Energy AG</b>	<b>30.508,8</b>	<b>37.149,9</b>

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

## 6. Praxisbeispiel: Marktorientierte Bewertung der Energy AG

### 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
	<b>Median</b>		<b>1,90</b>	<b>8,20</b>
	Average		1,97	8,43
	Minimum		0,90	6,60

Quelle: Thomson Financial, mergermarket

## 6. Praxisbeispiel: Marktorientierte Bewertung der Energy AG

### 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
<b>Marktwerte des Eigenkapitals Energy AG</b>	<b>42.430,8</b>	<b>43.350,6</b>

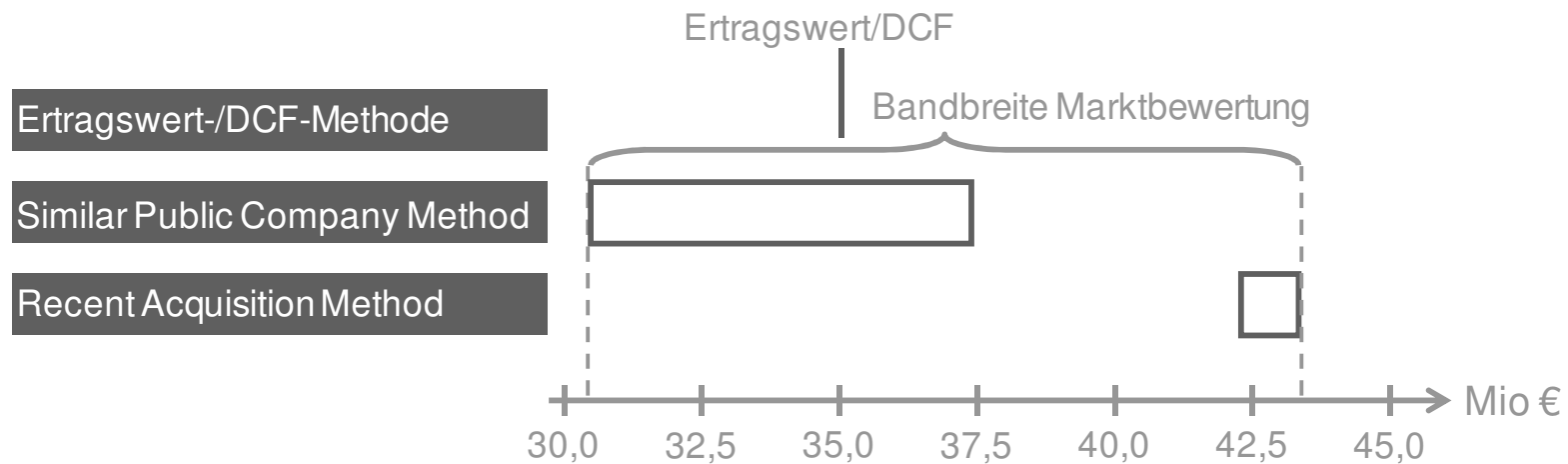
→ Wertbandbreite: T€ 42.430,8 bis T€ 43.350,6

## 6. Praxisbeispiel: Marktorientierte Bewertung der Energy AG

### 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**





1. Kurzvorstellung der BPG Beratergruppe
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**

## Stärken und Schwächen des Multiplikatorverfahrens



### Stärken (+)

- Geringe Komplexität der Ermittlung
- Bewertung ist leicht und objektiv nachprüfbar
- leichte Kommunizierbarkeit
- Aktualität der Wertkomponenten
- keine detaillierte Vergangenheitsanalyse 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

## Anwendungsgebiete 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 Unternehmungen 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

## Weitere Equity-Value-Multiplikatoren



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

## Sonstige operative Multiplikatoren Hier: Bewertung von Internet-Unternehmen



## Weitere Enterprise-Value-Multiplikatoren



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