

# Vorwort der Autoren

---

Liebe Leser,

das Thema Unternehmensbewertung gewinnt in der heutigen Zeit z.B. im Zuge von Übernahmen, Nachfolgeregelungen oder Aktienresearch immer mehr an Bedeutung. In der Vergangenheit hat sich eine Vielzahl unterschiedlicher Methoden entwickelt, um einen »fairen« Unternehmenswert aus fundamentalen oder quantitativen Gesichtspunkten zu ermitteln. Ziel des vorliegenden Handbuchs ist es daher, dem Leser einen Überblick über diese Verfahren zu verschaffen:

- Welche Unternehmensbewertungsmethoden finden in der Praxis Anwendung?
- Wie ermittelt sich aus dem jeweiligen Verfahren ein Unternehmenswert?
- Worin liegen die Vor- und Nachteile der jeweiligen Methode?
- Welche Faktoren sind für die Unternehmensbewertung besonders zu berücksichtigen?

Um die Verständlichkeit für unsere Leser zu optimieren, haben wir uns entschieden, anhand eines einheitlichen Jahresabschlusses für jedes einzelne Verfahren eine Bewertung zu errechnen. Das Hauptaugenmerk liegt hierbei nicht auf einer detaillierten Darstellung der einzelnen Verfahren, sondern vielmehr darauf, die Konzeption zu vermitteln und somit grundsätzliches Verständnis für die Anwendung von Unternehmensbewertungsmethoden in der Praxis zu wecken.

Das Handbuch ist somit ein idealer und ständiger Begleiter für alle, die sich bislang erst wenig mit dem Thema Unternehmensbewertung auseinandergesetzt haben und einen Überblick gewinnen möchten oder aber für Experten, die Ihr Wissen zügig wieder auffrischen wollen.

Zu bedenken ist beim Thema Unternehmensbewertung vor allem eines: Ein wirklich objektiver, fairer Wert für ein Unternehmen existiert nicht! Will man deshalb erfolgreich verhandeln, so müssen die Funktionsweise und die entsprechenden Vor- und Nachteile geläufig sein, um die eigenen Interessen in der Praxis umsetzen zu können.

Herzlichst, Ihre Autoren

P.S.: Mailen Sie uns an **[unternehmensbewertung@cometis.de](mailto:unternehmensbewertung@cometis.de)**

# Inhaltsverzeichnis

---

<b>1.</b>	<b>Beispiel Jahresabschluss</b>	
1.1	Bilanz	12
1.2	Gewinn- und Verlustrechnung	13
1.3	Cash Flow Statement	14
1.4	Zusatzinformation	16
<b>2.</b>	<b>Einleitung Unternehmensbewertung</b>	
2.1	Anlässe der Unternehmensbewertung	18
2.2	Checkliste kritischer Faktoren	19
<b>3.</b>	<b>Der Kapitalisierungszins</b>	
3.1	Einleitung	22
3.2	Beta	23
3.3	Eigenkapitalkosten (CAPM)	24
3.4	Eigenkapitalkosten (Mehrfaktorenmodell)	25
3.5	Fremdkapitalkosten	26
3.6	Gewichteter Kapitalkostensatz (WACC)	27
3.7	Opportunitätszins	28
<b>4.</b>	<b>Methoden der Unternehmensbewertung</b>	
4.1	Substanzwertverfahren	30
4.2	Liquidationswertverfahren	32
4.3	Ertragswertverfahren	34
4.4	Mittelwertverfahren	36
4.5	Stuttgarter Verfahren	38
4.6	IDW ES 1	40
4.7	Multiplikatorverfahren	42
4.8	Discounted Cash Flow (Entity Verfahren)	44
4.9	Discounted Cash Flow (Equity Verfahren)	46
4.10	Adjusted Present Value (APV)	48
4.11	Dividend Discount Methode	50

# Inhaltsverzeichnis

---

<b>4.</b>	<b>Methoden der Unternehmensbewertung</b>	
4.12	Realoptionen	52
4.13	Sum of the parts-Bewertung	54
4.14	Economic Value Added (EVA <sup>®</sup> )	56
4.14.1	Net Operating Profit after Taxes (NOPAT)	58
4.14.2	Investiertes Kapital	59
4.14.3	Economic Value Added (pro Jahr)	60
4.14.4	Market Value Added (MVA)	61
4.15	Zusammenfassung der Ergebnisse	62
<b>5.</b>	<b>Kennzahlen der Unternehmensbewertung / Multiplikatoren</b>	
5.1	Gewinn pro Aktie	66
5.2	Cash Flow pro Aktie	67
5.3	Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)	68
5.4	Price Earnings Growth Ratio (PEG)	69
5.5	Kurs-Cash Flow-Verhältnis (KCV)	70
5.6	Dividendenrendite	71
5.7	Marktkapitalisierung	72
5.8	Kurs-Umsatz-Verhältnis	73
5.9	Kurs-Buchwert-Verhältnis	74
5.10	Enterprise Value	75
5.11	Enterprise Value/EBIT	76
5.12	Enterprise Value/EBITDA	77
5.13	Ergebnis je Aktie nach DVFA/SG	78
5.14	Nettoverschuldung	79

# Inhaltsverzeichnis

---

## **6. Cash Flow Kennzahlen**

6.1	Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit	82
6.2	Cash Flow aus Investitionstätigkeit	83
6.3	Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	84
6.4	Free Cash Flow	85
6.5	Cash Flow (direkt)	86

## 2.1 Anlässe der Unternehmensbewertung

---

Die quantitative und qualitative Bewertung eines Unternehmens ist in der heutigen Zeit ein tagtäglicher Prozess, der von unterschiedlichsten Standpunkten aus und mittels verschiedenster Methoden bewerkstelligt wird. Zu den wichtigsten Anlässen, zu denen in der Praxis Unternehmensbewertungen durchgeführt werden, zählen unter anderem:

- Börsengang eines Unternehmens
- Kapitalerhöhungen
- Fundamentales Aktienresearch als Grundlage von Kauf- oder Verkaufsstudien
- Investitionen von Kapitalanlagegesellschaften
- Übernahmen und Fusionen (M&A)
- Beteiligungscontrolling
- Strategische Unternehmenssteuerung
- Private Equity Transaktionen (z.B. Buy-Outs)
- Finanzierungsrunden von Venture Capital finanzierten Unternehmen
- Erbteilungen
- Grundlage für Vergütungssysteme des Managements
- Aufnahme oder das Ausscheiden von Gesellschaftern

In der Vergangenheit hat sich eine Vielzahl unterschiedlicher Methoden zur Berechnung einer »fairen Bewertung« eines Unternehmens herausgebildet. Die gängigsten Methoden werden in diesem Handbuch kurz und prägnant dargestellt. Doch egal welche Methode man verwendet, ein wirklich »richtiger« Wert ist objektiv kaum zu ermitteln. Dieser basiert zumeist auf Erwartungen bzw. Prognosen sowie den aktuellen Marktverhältnissen. Schließlich gibt es bei jedem Unternehmensverkauf auch immer einen Käufer, der oftmals in Bezug auf einen zu entrichtenden Preis andere Interessen verfolgt als sein Gegenüber. Dies äußert sich z.B. in Form von unterschiedlichen Kapitalkosten auf Basis der jeweiligen Kapitalstruktur oder aber unterschiedlichen Steuersätzen. Zu beachten ist insbesondere auch, dass eine Unternehmensbewertung immer nur so gut sein kann, wie die vorangegangene Markt- und Unternehmensanalyse (Due Diligence). Der Bewertungsprozess ist folglich eine notwendige Voraussetzung für eine Investitionsentscheidung. Jedoch ist er immer nur ein Richtwert, der gleichzeitig als Grundlage möglicher Verhandlungen dient.

## 4.7 Multiplikatorverfahren

---

### Erläuterung

Das Grundprinzip des Multiplikatorverfahrens ist es, zunächst die Bewertung (üblicherweise die Marktkapitalisierung) eines vergleichbaren Unternehmens bzw. einer Branche in Relation zu entscheidenden Kennziffern, wie z.B. Umsatz, Gewinn oder EBIT zu setzen.

Gleiche Relationen sind danach auch für das zu bewertende Unternehmen anzusetzen, um somit auf eine faire Unternehmensbewertung schließen zu können. Gegebenenfalls werden aufgrund der Marktposition, der Managementqualität oder den zukünftigen Wachstumsperspektiven noch Zu- oder Abschläge vorgenommen, um das Unternehmen innerhalb der Branche entsprechend einordnen zu können. Der Vorteil dieser Verfahren ist es, innerhalb kürzester Zeit einen groben Anhaltspunkt für eine Bewertung zu ermitteln, ohne aufwändige Schätzungen anzustellen. Auch sind Branchenmultiplikatoren vielfach öffentlich zugänglich, so dass dies die Bewertung weiter vereinfacht. Multiplikatoren haben sich gerade in der Vergangenheit für junge Unternehmen als z.T. einzige Bewertungsmöglichkeit herausgestellt, da aufgrund anfänglicher negativer Cash Flows, hoher immaterieller Vermögensgegenstände sowie der Zugehörigkeit zu noch sehr jungen Branchen andere Methoden, wie z.B. das Discounted Cash Flow Verfahren, an ihre Grenzen gestoßen sind. Das Grundproblem des Multiplikatorverfahrens ist jedoch, dass Größen wie Unternehmensgewinne häufig bilanzpolitisch manipuliert sind und Multiplikatoren nicht die zukünftige, individuelle Entwicklung eines jeden Unternehmens berücksichtigen. Daraus resultieren häufig Fehleinschätzungen.

Die wichtigsten Multiplikatoren, die im Rahmen dieses Verfahrens zum Einsatz kommen, werden in Kapitel 5 ausführlich dargestellt.

<b>Vorteile</b>	<b>Nachteile</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>• Zeit- und kostensparendes Verfahren</li><li>• Vielfalt branchenüblicher Multiplikatoren und Erfahrungswerte öffentlich zugänglich</li><li>• Dient dem relativen Vergleich</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Multiplikatoren zumeist statisch</li><li>• Keine ausreichende Berücksichtigung zukünftiger Unternehmensentwicklung</li><li>• Kapitalkosten und notwendige Investitionen bleiben unberücksichtigt</li></ul>