

Unternehmensbewertung & Kennzahlenanalyse

Praxisnahe Einführung mit zahlreichen Fallbeispielen börsennotierter Unternehmen

VON
Nicolas Schmidlin

2., überarbeitete Auflage

Unternehmensbewertung & Kennzahlenanalyse – Schmidlin

schnell und portofrei erhältlich bei beck-shop.de DIE FACHBUCHHANDLUNG

Thematische Gliederung:

Finanzwirtschaft, Banken, Börse – Corporate Finance, Banken und Kapitalmarkt – Buchführung und Bilanzierung – Investition und Finanzierung

Verlag Franz Vahlen München 2013

Verlag Franz Vahlen im Internet:

www.vahlen.de

ISBN 978 3 8006 4564 0

Beispiel 7.14 – EV/EBIT: Kabel Deutschland

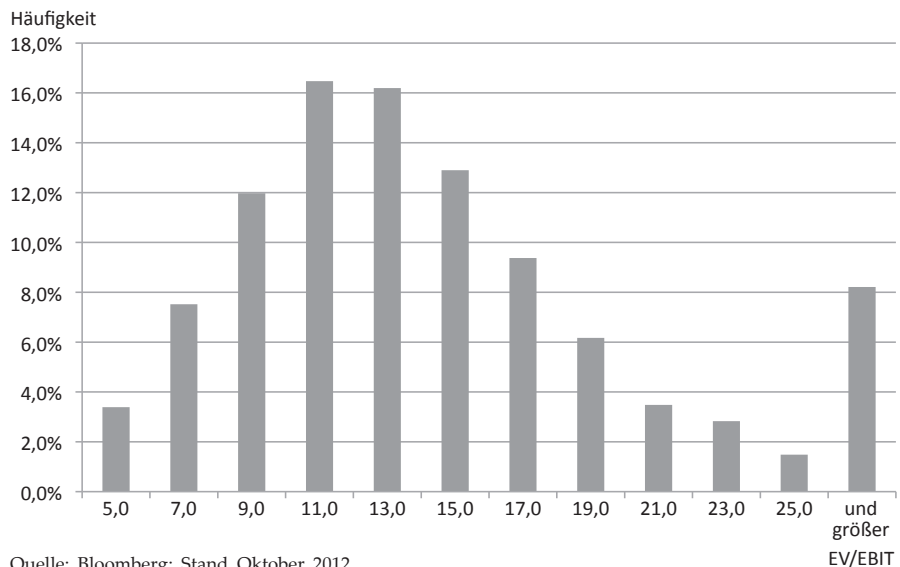
Betrachten wir die Berechnung anhand der Geschäftszahlen 2009/10 der Kabel Deutschland Holding. Das EBIT wird direkt in der Gewinn- und Verlustrechnung mit 194,6 Mio. € ausgewiesen. Der Marktwert des Eigenkapitals beläuft sich bei einem Aktienkurs von 23,6 € und 90.000.000 ausstehenden Aktien auf 2,12 Mrd. €. Kabel Deutschland weist zudem eine Nettofinanzverschuldung von 2,83 Mrd. € auf. Der Enterprise Value beträgt somit 4,95 Mrd. € (2,12 Mrd. € + 2,83 Mrd. €). Auf Basis dieser Zahlen ergibt sich ein EV/EBIT von:

$$\text{EV/EBIT} = \frac{4.950 \text{ Mio. €}}{194 \text{ Mio. €}} = 25,5$$

Dieser Multiplikator ist für sich genommen als teuer zu bewerten. Das entsprechende EV/EBITDA des Unternehmens beträgt dagegen nur 7,6. Der deutliche Unterschied ist auf die hohen Abschreibungen zurückzuführen, die Kabel Deutschland in den nächsten Jahren aufgrund des Zukaufs von Kundenlisten verbuchen muss. Das Ergebnis wird dadurch aber nur temporär belastet. Dieses Beispiel zeigt, dass die Kennzahlen immer mit Bedacht und Bezug auf die jeweiligen Besonderheiten zu wählen sind. In diesem Fall stellt das EV/EBIT keine geeignete Bewertungskennzahl dar, da das EBIT durch den Sondereffekt der Abschreibung auf den Kundenstamm verzerrt wird. In der Praxis müsste das EBIT entweder um den Sondereffekt bereinigt oder ein anderer Bewertungsmultiplikator herangezogen werden.

EV/EBIT-Verteilung

Die folgende Abbildung gibt Aufschluss über die EV/EBIT-Verteilung der größten Unternehmen:



Der Median des EV/EBIT beläuft sich bei den 2000 größten Unternehmen auf 12,3. 55% der Werte liegen zwischen null und 13. Ein EV/EBIT von mehr als 21 weisen lediglich 16% der betrachteten Unternehmen auf.

Beispiel 7.15 – EV/EBIT: Wärtsilä Group

Die finnische Wärtsilä Group ist ein führender Hersteller von Schiffsmotoren und Kraftwerken. Zum Ende des Geschäftsjahres 2009 weist die Wärtsilä Group folgende Geschäftszahlen aus:

Wärtsilä	
in Mio. €	2009
Operating Result	592
Interest bearing debt (non-current)	591
Interest bearing debt (current)	73
Cash and cash equivalents	244

Quelle: Wärtsilä Group (2009) [IFRS]

Zum 31.12.2009 standen 98.621.000 Aktien aus, wodurch sich bei einem Aktienkurs von rund 28 € eine Marktkapitalisierung von 2.761 Mio. € ergibt. Zuzüglich der Nettoverschuldung von 420 Mio. € (591 Mio. € + 73 Mio. € – 244 Mio. €) ergibt dies einen Enterprise Value von 3.181 Mio. € zum Ende 2009. Das im Income Statement ausgewiesene „Operating Result“ von 592 Mio. € entspricht dem EBIT des Unternehmens. Auf Basis dieser Daten ergibt sich ein EV/EBIT von:

$$\text{EV/EBIT} = \frac{3.181 \text{ Mio. €}}{592 \text{ Mio. €}} = 5,37$$

Basierend auf der oben angegebenen Verteilung ist Wärtsilä als optisch günstig einzustufen. Zudem weist das Unternehmen im Geschäftsjahr 2009 einen Return on Capital Employed von 27,2% auf, was als überdurchschnittlich aufgefasst werden kann. Ein weiterer Blick in den Geschäftsbericht verrät jedoch auch, dass im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise die Aufträge für die Folgejahre um 35% rückläufig waren. Die Marktteilnehmer preisten hier demnach schon einen Ergebnisrückgang im nächsten Geschäftsjahr ein. Dieses Beispiel zeigt, dass bei zyklischen Unternehmen ein besonderes Augenmerk auf die Schwankungen der Ergebnisgrößen gelegt werden sollte. Prinzipiell muss sich die Bewertung eines Unternehmens an den zukünftigen Erträgen orientieren. Würde beispielsweise der operative Gewinn für 2010 korrekt auf 412 Mio. € geschätzt werden, wäre die Bewertungsgrundlage mit einem EV/EBIT von 9,26 bereits teurer ausgefallen. Für das Jahr 2011 kann eine erste Bewertung anhand der Managementprognose von 520 Mio. € als operatives Ergebnis erstellt werden. Die Marktkapitalisierung des Konzerns belief sich Ende 2010 auf rund 5.000 Mio. € und die Finanzverbindlichkeiten werden voll durch die Kassenbestände gedeckt. Damit beträgt das EV/EBIT approximativ:

$$\text{EV/EBIT} = \frac{5.000 \text{ Mio. €}}{520 \text{ Mio. €}} = 9,61$$

7.8 EV/FCF

$$\text{EV/FCF} = \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Free-Cashflow vor Zinsen}}$$

Eine weitere Kennzahl aus dem Enterprise Value Universum betrachtet den Unternehmenswert im Verhältnis zum freien Cashflow vor Zinsen. Bisher wurde der Free-Cashflow stets in Bezug auf die Aktionäre betrachtet. Da das EV/FCF jedoch ein Entitymultiplikator ist, müssen die Cashflows der Fremdkapitalgeber, also die Zinszahlungen, ebenfalls berücksichtigt werden. Im Gegensatz zum EV/EBITDA werden auch die notwendigen Investitionen (CAPEX) und ausschließlich liquiditätswirksame Erträge berücksichtigt. Der EV/FCF Multiplikator ist daher als die vollständigste Enterprise Value-Kennzahl anzusehen, welche jedoch gleichzeitig, aufgrund der komplexen Berechnung des Nenners, den größten Bewertungsspielraum aufweist.

Der Free-Cashflow vor Zinsen berechnet sich nach folgender Formel:

$$\text{FCF vor Zinsen} = \text{Operativer Cashflow} + \text{Fremdkapitalzinsen} - \text{Investitionen}$$

Beispiel 7.16 – EV/FCF: Finsbury Food Group

Im Fall der britischen Finsbury Food Group zeigt die Anwendung der Kennzahl die klaren Schwächen klassischer Multiplikatoren wie dem KGV auf. Finsbury weist per Mitte 2009 (abweichendes Geschäftsjahr) folgende verkürzte Bilanzkennzahlen auf:

Finsbury Food Group				
Assets		in T £	Equity & Liabilities	
Non-Current Assets	87.483		Equity	37.802
Current Assets	30.527		Non-current liabilities	31.402
– Inventories	4.386		– Borrowings	26.736
– Receivables	24.868		– Others	4.666
			Current liabilities	48.806
– Cash and equivalents	1.273		– Borrowings	17.647
			– Others	31.159
Total	118.010		Total	118.010

Quelle: Finsbury plc (2009) [UK-GAAP]

Die Finsbury Gruppe notierte im Jahr 2009 zeitweise zu einem KGV von 4,8. Isoliert betrachtet stellt dies eine sehr günstige Bewertung dar. Betrachten wir nun dagegen die Bewertung aus Enterprise Value-Sicht: Bei einer Marktkapitalisierung von 5,6 Mio. £ (das entspricht einem KBV von 0,15) und Nettofinanzschulden von 43,1 Mio. £ ergibt sich ein Enterprise Value in Höhe von 48,7 Mio. £. Die Nettofinanzschulden berechnen sich in diesem Fall durch Addition der beiden Positionen „Borrowings“ abzüglich dem Bestand an liquiden Mitteln („Cash and equivalents“). Ein Blick auf die Cashflowrechnung der letzten zwei Jahre ermöglicht die Abschätzung des nachhaltigen Free-Cashflows:

Finsbury Food Group		
in T£	2009	2008
Net Cash from operating activities	+ 8.236	+ 5.934
Interest paid	+ 3.024	+ 2.310
Purchase of property, plants & equipment	- 3.393	- 2.551

Quelle: Finsbury plc (2009) [UK-GAAP]

Wird der Mittelwert der Free-Cashflows vor Zinsen beider Jahre herangezogen (8.236 + 3.024 - 3.393 und 5.934 + 2.310 - 2.551), ergibt sich ein nachhaltiger Free-Cashflow vor Zinsen von rund 6,7 Mio. £. Mit diesen Werten erhält man ein EV/FCF von:

$$\text{EV/FCF} = \frac{48,7 \text{ T£}}{6,7 \text{ T£}} = 7,26$$

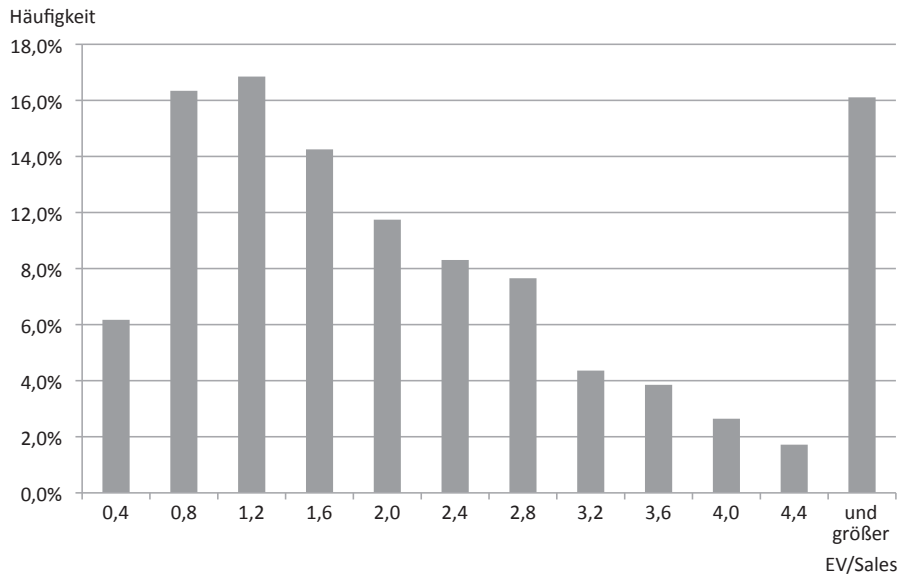
Dieser Wert präsentiert sich schon teurer als das scheinbar günstige KGV. Das KGV ist in diesem Fall keine geeignete Bewertungskennzahl, da nicht der Gewinn, sondern die Kapitalstruktur (bzw. die Liquiditätslage) das Problem des Unternehmens ist. Zwar erzielt das Unternehmen geringe, aber stetige Gewinne, gleichzeitig liegt die Liquidität 3. Grades bei nur 62,5%. Das Unternehmen ist damit unterfinanziert und könnte Probleme haben, die kurzfristigen Schulden zu bedienen. Die EV/FCF-Kennzahl deutet dagegen auf eine, unter Berücksichtigung der Schuldenlast, angemessene Bewertung hin. Für eine genauere Einordnung ist auch in diesem Fall die Berechnung historischer EV/FCF-Bewertungen sowie ein Peer-Group Vergleich sinnvoll.

7.9 EV/Sales

Die Bewertungskennziffer EV/Sales stellt den Unternehmenswert den Umsatzerlösen einer Periode gegenüber. Der Kennzahl ist daher als Pendant zum bereits bekannten Kurs-Umsatz-Verhältnis aus dem Bereich der Equitykennzahlen aufzufassen und berechnet sich wie folgt:

$$\text{EV/Sales} = \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Umsatzerlöse}}$$

Die Kennzahl gibt an, wie viel der Erwerb der gesamten Erlöse eines Unternehmens kosten würde. Dieser Multiplikator eignet sich besonders zur Betrachtung der Bewertung eines Unternehmens im Zeitverlauf, da diese Kennzahl in der Regel geringen Schwankungen unterliegt. Wie bei anderen Multiplikatoren deuten geringe Werte auf eine niedrige Bewertung hin, wobei hohe EV/Sales-Werte bei überdurchschnittlichen Margen durchaus gerechtfertigt sein können, wie die folgende Abbildung der EV/Sales-Werte im S&P 500 zeigt:

EV/Sales-Verteilung

Quelle: Bloomberg; Stand Oktober 2012

Die Verteilung zeigt auffällig viele Unternehmen zwischen 0,8 und 1,6 sowie 14% mit Werten von mehr als 4,4. Rund 57% der Unternehmen weisen eine EV/Sales von weniger als 2 auf. Der Median liegt bei 1,7.

Beispiel 7.17 – EV/Sales: McDonalds

Am Beispiel der McDonalds Corporation soll die Berechnung dieser Kennzahl exemplarisch dargestellt werden. Ende 2010 wurde das Eigenkapital des McDonalds-Konzerns an der Börse mit rund 81,1 Mrd. \$ bewertet. Zudem weist der Konzern eine Nettoverschuldung von 9,1 Mrd. \$ und Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2010 von 24,0 Mrd. \$ auf. Die Enterprise Value/Sales-Kennzahl kann damit wie folgt berechnet werden:

$$\text{EV/Sales} = \frac{81,1 \text{ Mrd. \$}}{24,0 \text{ Mrd. \$}} = 3,75$$

Basierend auf der oben angegebenen Verteilung ist ein EV/Sales von 3,75 als relativ teuer einzustufen, andererseits deutet die EBIT-Marge von 30,8% bereits auf eine außergewöhnliche Marktstellung hin, wodurch auch eine Bewertung des Unternehmens zu einem Vielfachen der Umsätze gerechtfertigt sein kann. Dies wird auch durch ein EV/EBIT von 12,1 und EV/EBITDA von 10,3 für das Geschäftsjahr 2010 deutlich. Eine hohe, aber angesichts der Margenentwicklung und Marktposition vertretbare Bewertung.

Unternehmensbewertung

Managers and investors alike must understand that accounting numbers are the beginning, not the end, of business valuation.

Warren E. Buffett

Die Unternehmensbewertung befasst sich mit der Ermittlung des fairen Unternehmenswertes. Zur Bestimmung des fairen Wertes bestehen verschiedene Methoden und Ansätze, die in der Regel zu unterschiedlichen Ergebnissen und Bewertungsspannen führen. Der wahre Wert eines Unternehmens ist daher nicht objektiv feststehend, sondern vielmehr stets ein Kompromiss verschiedener Bewertungsverfahren, die auf einen bestimmten fairen Unternehmenswert deuten. Eine Eintrittskarte zu einem bereits ausverkauften Rockkonzert hat für den Fan auf dem Schwarzmarkt beispielsweise einen sehr viel höheren Wert als für einen unbeteiligten Liebhaber klassischer Musik. Eine Unze Gold wirft keinen laufenden Ertrag ab, bietet Investoren jedoch zumindest subjektive Sicherheit – und diese hat ihren Preis. Der Wert vieler Vermögenswerte bestimmt sich demnach nicht zwingend nach ihrem Buchwert oder den zu erwartenden Zahlungen, sondern vielmehr nach weichen, nicht greifbaren und manchmal irrational-sentimentalen Eigenschaften. Im Gegensatz dazu ist der Wert von ausfallsicheren Staatsanleihen, bei einem gegebenen Zinsniveau, auf den Cent genau bestimmbar.

Der Wert von Unternehmen lässt sich ebenfalls auf verschiedene Weisen bestimmen und ist nicht für jeden Investor als absolute Zahl gegeben. Ein aggressiver Privat Equity Investor mit Liquidationsabsicht wird zum Beispiel den Buchwert bzw. Liquidationswert eines Unternehmens als wahren Wert ansehen. Ein Familienunternehmen in der dritten Generation dagegen wird nahezu jeden Kaufpreis ausschlagen, sofern der Käufer nicht die Familienphilosophie vertritt. Ein Unternehmen mit M&A-Absichten könnte dagegen einen deutlichen Aufschlag auf den aktuellen Marktwert eines Zielunternehmens bezahlen, sofern durch einen Zusammenschluss Synergie-Effekte zu erwarten sind oder neue Märkte erschlossen werden könnten.

Solang wir uns auf dem Aktienmarkt mit Beteiligungsgrößen ohne wesentliche Mitbestimmungsrechte bewegen, zählt jedoch vor allem eine Größe: die zukünftigen, abgezinsten Cashflows. Ende der 1930er Jahre prägte der amerikanische Ökonom John Burr Williams den Begriff des inneren Wertes eines Unternehmens basierend auf dessen abgezinsten Cashflows. Dieses Verfahren wird heute unter dem Begriff Discounted-Cashflow-Modell (DCF-Modell) verstanden.

Der einzig objektive Unternehmenswert bestimmt sich durch die zukünftigen Free-Cashflows eines Unternehmens, also dem Betrag, den der Eigner des Unternehmens Jahr für Jahr aus dem Unternehmen an überschüssigen Zahlungsströmen entnehmen könnte, ohne es dadurch zu beeinträchtigen. Um dem Zeitwert des Geldes und dem Unternehmensrisiko gerecht zu werden, müssen die erwarteten Cashflows mit einem risikoadjustierten Zinssatz abgezinst werden. Daraus ergibt sich der Barwert (Present Value) der Cashflows, die in Summe dem inneren Unternehmenswert entsprechen. Einfach gesprochen, bemisst sich der Wert eines Unternehmens an seinen erwarteten, entnehmbaren Zahlungsströmen über die gesamte Lebensdauer der Unternehmung.

Während Ertrag, Leistung und Jahresüberschuss theoretische Konzepte sind, stehen bei der ertragswertorientierten Unternehmensbewertung nur die tatsächlich zugeflossenen Mittel, also der Cashflow, im Mittelpunkt der Analyse. Vergegenwärtigen wir uns diese cashflowbasierte Bewertung anhand eines vereinfachten Beispiels.

Beispiel 8.1 – Ölquelle

Wir betrachten eine Ölquelle am Golf von Mexiko, die, nach einer Anfangsinvestition von 1.000 €, über 3 Jahre Öl im Wert von jeweils 1.000 € fördert. Die Einnahmen sind sicher, da feste Preise mit den Abnehmern vereinbart wurden und es bestehen keine weiteren Kosten. Der aktuelle risikofreie Zinssatz liegt bei 5% p.a., die Anfangsinvestition von 1.000 € könnte also alternativ risikofrei angelegt werden. Die Ölquelle gilt dank tektonischer Besonderheiten als besonders stabil, der stetige Ölfluss über die nächsten 3 Jahre ist damit ebenfalls sicher und risikofrei. Nach den drei Jahren wird die Ölquelle ohne weitere Kosten stillgelegt. Die Zahlungsströme ergeben sich damit wie folgt:

t=0	t=1	t=2	t=3
-1.000 €	+1.000 €	+1.000 €	+1.000 €

Um nun den Barwert der Ölquelle zu berechnen, müssen die Aus- und Einzahlungen abgezinst werden. Je weiter der Zahlungsstrom in der Zukunft liegt, desto weniger ist er heute wert. Da die Cashflows sicher sind, wird der risikofreie Zins von 5% als Diskontierungsrate verwendet. Die genaue Berechnung erfolgt durch:

$$\text{DCF}_{\text{Ölquelle}} = -1.000 \text{ €} + \frac{1.000 \text{ €}}{1,05} + \frac{1.000 \text{ €}}{1,05^2} + \frac{1.000 \text{ €}}{1,05^3} = 1.723,24 \text{ €}$$

Die abgezinsten Ein- und Auszahlungen der Ölquelle betragen 1723,24 € und stellen damit den inneren Wert dieses Projekts dar.

Dieses sehr einfache und abstrakte Beispiel enthält bereits alle Komponenten zur Bestimmung des inneren Wertes eines Unternehmens: (1) Die zu erwartenden Cashflows und (2) die Diskontrate. Auf reale Unternehmen bezogen, gestaltet sich die angemessene Bestimmung von (1) und (2) jedoch sehr viel schwieriger. Die Anwendung der in den vorangegangenen Kapiteln vermit-

telten Werkzeuge und Verfahren zur Einschätzung und Klassifizierung von Unternehmen ist daher eine notwendige Voraussetzung, um eine Bewertung überhaupt durchführen zu können. Neben der hier skizzierten theoretisch richtigen Bewertung mittels der diskontierten Cashflows enthält dieses Kapitel weitere Bewertungsmethoden. Diese ergänzenden und alternativen Verfahren sind notwendig, da die Discounted-Cashflow-Methode zum einen schon durch geringfügige Änderungen der Parameter wie der Diskont- oder Wachstumsrate deutliche Schwankungen im Ergebnis aufweist, zum anderen aber auch die korrekte Prognose der zukünftigen Cashflows in der Praxis schwierig und oft fehlerbelastet ist. Der innere Wert eines Unternehmens ist nie ein absoluter und unfehlbarer Wert, sondern stellt vielmehr eine Näherung dar. Um diesen Wert einzugrenzen, werden folgende Bewertungsverfahren verwendet:

- **Ertragswertverfahren (DCF)**
 - Equity Verfahren
 - Entity Verfahren
 - APV-Verfahren
- **Marktwertverfahren**
 - Faires Kurs-Gewinn-Verhältnis
 - Faires Kurs-Buchwert-Verhältnis
 - Faires Kurs-Umsatz-Verhältnis
 - Faires Enterprise Value/EBIT-Verhältnis
- **Substanzwertverfahren**

8.1 Discounted-Cashflow-Modell

Der Discounted-Cashflow-Ansatz (DCF) bestimmt den Unternehmenswert durch Diskontierung zukünftiger Zahlungsströme. Der Wert eines Unternehmens wird in dieser Theorie maßgeblich durch die Höhe der Cashflows und der Diskontrate determiniert. Da dieses kapitalmarkttheoretisch begründete Modell teilweise auf den Theorien von *Modigliani* und *Miller* sowie dem Capital-Asset-Pricing-Modell beruhen, die in der Praxis problematisch sind, werden wir bei der Bestimmung der Diskontfaktoren alternative Wege einschlagen. Im Ergebnis ergibt sich, je nach angewandter Methode, entweder der Wert des Gesamtunternehmens, also der faire Wert von Fremd- und Eigenkapital, oder direkt der faire Wert des Eigenkapitals, der besonders für Investitionen am Aktienmarkt relevant ist.

Die Cashflows des zu bewertenden Unternehmens werden im Rahmen der Discounted-Cashflow-Bewertung in der Regel über einen Zeitraum von 5 bis 10 Jahren detailliert geplant und gehen in den Folgejahren üblicherweise in eine ewige Rente, den sogenannten Terminal Value, über. Der zu bestimmende Wert des Unternehmens setzt sich demnach aus den Barwerten der Planungsperiode und dem Terminal Value zusammen. Sofern nicht-betriebsnotwendige Vermögenswerte wie ungenutzte Immobilien oder hohe (netto) Kassenbe-