

Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen

Ein Praxisleitfaden

Bearbeitet von
Von Prof. Dr. Dr. Dietmar Ernst, Sonja Schneider, und Bjoern Thielen

6. Auflage 2018. Buch. XIX, 329 S. Gebunden
ISBN 978 3 8006 5516 8
Format (B x L): 16,0 x 24,0 cm

[Wirtschaft > Unternehmensfinanzen > Finanzierung, Investition, Leasing](#)

Zu [Leseprobe](#) und [Sachverzeichnis](#)

schnell und portofrei erhältlich bei


DIE FACHBUCHHANDLUNG

Die Online-Fachbuchhandlung beck-shop.de ist spezialisiert auf Fachbücher, insbesondere Recht, Steuern und Wirtschaft. Im Sortiment finden Sie alle Medien (Bücher, Zeitschriften, CDs, eBooks, etc.) aller Verlage. Ergänzt wird das Programm durch Services wie Neuerscheinungsdienst oder Zusammenstellungen von Büchern zu Sonderpreisen. Der Shop führt mehr als 8 Millionen Produkte.

Ernst/Schneider/Thielen

Unternehmensbewertungen
erstellen und verstehen


beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

Unternehmens- bewertungen erstellen und verstehen

Ein Praxisleitfaden

von

Prof. Dr. Dr. Dietmar Ernst

Sonja Schneider

und

Bjoern Thielen

beck-shop.de
6., überarbeitete Auflage
DIE FACHBUCHHANDLUNG

Verlag Franz Vahlen München



beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

ISBN 978 38006 5516 8

© 2018 Verlag Franz Vahlen GmbH, Wilhelmstr. 9, 80801 München

Satz: Fotosatz Buck, Kumhausen

Druck und Bindung: Beltz Bad Langensalza GmbH

Am Fliegerhorst 8, 99947 Bad Langensalza

Umschlaggestaltung: Ralph Zimmermann – Bureau Parapluie

Bildnachweis: © dell640 – depositphotos.com

Gedruckt auf säurefreiem, alterungsbeständigem Papier
(hergestellt aus chlorfrei gebleichtem Zellstoff)

Vorwort zur 6. Auflage

Unser Buch „Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen“ hat sich mittlerweile zu einem der Standardwerke im Bereich „Unternehmensbewertung“ entwickelt, das sowohl in der Praxis als auch in der Lehre stark eingesetzt wird. Über die weiterhin positiven Rückmeldungen zahlreicher Unternehmensbewertungsspezialisten haben wir uns sehr gefreut und möchten dafür herzlich danken. Sie sind Anreiz, unser Konzept beizubehalten, nämlich das Thema „Unternehmensbewertung“ aus Praktikersicht zu beleuchten und Lösungsansätze für Bewertungsprobleme in der täglichen Praxis aufzuzeigen. Genauso schätzen wir den Einsatz unseres Buches in der Lehre an Universitäten, Hochschulen und Berufsakademien. Es zeigt sich, dass auf Grund der neuen Bachelor- und Masterprogramme die Verbindung von Wissenschaft und Praxis stärker in den Vordergrund gerückt wird. Professoren und Dozenten danken wir für die Einbeziehung unseres Buches in ihren Lehrveranstaltungen. Wir sehen dies als Motivation, unsere Lösungsansätze weiterhin wissenschaftlich zu reflektieren und zu fundieren.

In der 6. Auflage haben wir das Thema **Internationale Unternehmensbewertung** neu aufgenommen: Internationale Unternehmensbewertung ist heute aus der Bewertungspraxis nicht mehr wegzudenken. Im Rahmen der fortschreitenden Globalisierung stehen Finanzfachleute laufend vor der Frage, wie Anlage- und Betriebsvermögen von Tochtergesellschaften oder Akquisitionsobjekten im Ausland fair und nachvollziehbar bewertet werden können. Die internationale Unternehmensbewertung stellt die Frage, ob und wenn ja, wie Besonderheiten bei der Bewertung von Unternehmen im Ausland in die Unternehmensbewertungsmodelle einbezogen werden sollen. Erwähnt sei hier insbesondere die Thematik um die Berücksichtigung einer Länderrisikoprämie in Emerging/High Growth Markets.

Auf akademischer Ebene wird die Diskussion durch Formal- und Realwissenschaftler zweigeteilt geführt.

Die Formalwissenschaftler konnten nachweisen, dass das CAPM keine Länderrisikoprämie verträgt. Damit scheint die Frage, ob eine Länderrisikoprämie in der internationalen Unternehmensbewertung berücksichtigt werden sollte, aus formal-wissenschaftlicher Perspektive mit einem „nein“ beantwortet zu sein. Realwissenschaftler streben an, durch ihre Forschung die Realität besser zu verstehen. Der Realwissenschaftler geht von (empirischen) Beobachtungen aus. In unserem Fall ist es die Beobachtung, dass Länderrisiken existieren und somit Eingang in die Bewertung finden müssen.

In unseren Ausführungen zur Internationalen Unternehmensbewertung erläutern wir zunächst die Besonderheiten, die zu berücksichtigen sind, wenn im internationalen Kontext zu bewerten ist. Danach zeigen wir auf, wie Länderrisiken gemessen werden können. Länderrisiken werden in der Regel bei der Berechnung der Eigenkapitalkosten berücksichtigt. Dies kann in Form CAPM-basierter und nicht-CAPM-basierter Modelle erfolgen. Die einzelnen Ansätze zur Berücksichtigung

der Länderrisiken werden detailliert dargestellt. Zum Abschluss erfährt der Leser, wie Unternehmen in harter und lokaler Währung bewertet werden.

Immer wieder werden wir nach Übungsaufgaben zum Thema Unternehmensbewertung, Kapitalmarkttheorie, Investition und Finanzierung sowie zur Optionspreisberechnung gefragt. Hier möchten wir gerne auf das Ausbildungsprogramm zum Certified Financial Modeler hinweisen (www.certified-financial-modeler.com). Dieses Programm wird von der Deutsche Börse AG und dem Deutschen Institut für Corporate Finance (DICF) angeboten und enthält mit 2.500 Excel-basierten Übungsaufgaben eine sehr gute Grundlage, das Thema „Unternehmensbewertung“ praxisnah zu üben und Financial Modeling Kenntnisse zu erwerben.

Die Bedeutung von Unternehmensbewertungen

Aus Sicht der Wissenschaft liegt der Reiz des Themas „Unternehmensbewertung“ im Spannungsfeld zahlreicher betriebswirtschaftlicher Disziplinen. So erfordern qualitativ hochwertige Unternehmensbewertungen fundierte Kenntnisse in den Fächern „Bilanzanalyse“, „Planung“, „Steuern“ und „Gesellschaftsrecht“ sowie spezifisches Unternehmensbewertungs-Know-how.

In der Wirtschaftspraxis sind Unternehmensbewertungen Grundlage weitreichender Entscheidungen. Sie beeinflussen maßgeblich die Preisfindung bei Unternehmenskäufen, -verkäufen und Beteiligungen. Sie werden aber auch zu Kreditentscheidungen und zur strategischen Ausrichtung von Unternehmen herangezogen.

Unsere Einschätzungen zum Thema „Unternehmensbewertung“ sollen anhand folgender Aussagen dargelegt werden, die häufig im Zusammenhang mit Unternehmensbewertungen geäußert werden.

backshop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

Price is what you pay, value is what you get

Die Unterscheidung zwischen dem Wert eines Unternehmens und dessen Preis betrachten wir als wesentlich für die Erwartungen an die Ergebnisse einer Bewertung. Der Wert eines Unternehmens ist die Größe, die nach wissenschaftlicher Methode aufgrund von Planungs- und Bewertungsprämissen errechnet wird. Der Preis ist die in Geldeinheiten ausgedrückte Gegenleistung für ein Unternehmen. Beide Größen sind in der Regel nicht identisch und können sich erheblich voneinander unterscheiden. Kaufpreise für Unternehmen unterliegen starken konjunkturellen Einflüssen. Während in Zeiten einer Hochkonjunktur tendenziell eine große Nachfrage nach Unternehmen (Verkäufermarkt) vorherrscht und hohe Kaufpreise bezahlt werden, sind wirtschaftliche Krisenzeiten durch ein hohes Angebot an Unternehmen (Käufermarkt) und niedrige Kaufpreise gekennzeichnet. Kaufpreis beeinflussend sind aber auch unternehmensspezifische Faktoren wie Qualifikation des Managements, Vorhandensein einer zweiten Führungsebene, Nischen- oder Massenmarkt und viele andere Unternehmensmerkmale.

In Preisen kommen vielfach auch Synergieeffekte zum Ausdruck, die ein Investor durch Erwerb eines Unternehmens erzielen möchte und bei Vorliegen eines Ver-

käufermarktes auch teilweise in Form einer strategischen Prämie an den Verkäufer weitergibt. Synergieeffekte bleiben in unseren Ausführungen unberücksichtigt. Dies bedeutet, dass wir Unternehmen auf stand alone-Basis bewerten. Die Bewertung eines Unternehmens im Rahmen des Erwerbs durch einen strategischen Investor und die Berücksichtigung von Synergieeffekten würde die Kenntnis der Synergiepotenziale und damit detaillierte Informationen bezüglich des erworbenen Unternehmens erfordern.

Garbage in – garbage out

Die Qualität einer Unternehmensbewertung und der Bewertungsergebnisse hängt maßgeblich von der Qualität der Planzahlen ab, die in die Bewertung einfließen. Die Grundlage jeder Unternehmensbewertung ist daher eine sorgfältig durchgeführte Planung, welche die zukünftige Ertragskraft eines Unternehmens realistisch widerspiegelt. Daher sollte der Bewerter die Planung entweder selbst erstellen oder vorgelegte Planungen nachvollziehen und auf ihre Plausibilität prüfen.

Die Bedeutung der Unternehmensplanung wird in der Bewertungsliteratur häufig vernachlässigt. Auch in der Bewertungspraxis werden Unternehmensplanungen oft nicht ausreichend auf ihre Annahmen hinterfragt. Gelegentlich sind auch nur Teilplanungen zu finden, die wichtige Planungskomponenten außer Acht lassen. Daher möchten wir bereits an dieser Stelle darauf hinweisen, dass eine Unternehmensbewertung nur dann zu aussagekräftigen Ergebnissen führen kann, wenn sie auf einer plausiblen integrierten Planung der Gewinn- und Verlustrechnung und Bilanz mit Liquiditäts-, Cash-flow-, Investitions- und Finanzierungsplanung basiert.

Valuation is much more an art than a science

Diese Aussage wird meist von Personen getätigt, die die Bedeutung von Unternehmensbewertungen darin sehen, einen wissenschaftlichen Mantel zur Rechtfertigung subjektiver Kaufpreisvorstellungen zu liefern. In der Praxis werden in der Tat Unternehmensbewertungen zur Rechtfertigung von bereits vorab feststehenden Kaufpreisvorstellungen herangezogen. Nicht zuletzt herrscht die weit verbreitete Auffassung, dass jede Kaufpreisvorstellung durch eine entsprechende Unternehmensbewertung auch begründet werden kann: „Es bedarf lediglich der richtigen Wahl der Größe der wichtigsten Werttreiber.“

Diese Aussage ist jedoch nicht haltbar, wenn die Bewertung eines Unternehmens auf einer seriösen Planung und einer adäquaten Abbildung der Risiken und Renditeerwartungen basiert. Nur dann kann eine Unternehmensbewertung ihren originären Zweck erfüllen, eine geeignete Entscheidungsgrundlage zu sein. In diesem Falle hat Unternehmensbewertung nichts mit künstlerischem oder zweckentfremdeten Handeln, sondern vielmehr mit handwerklichem Können zu tun. Als Rüstzeug hierzu dienen Ergebnisse der betriebswirtschaftlichen Forschung sowie die Zahlen und Einschätzungen über das Bewertungsobjekt.

Trotz der intensiven Abhandlung des Themas „Unternehmensbewertung“ durch die betriebswirtschaftliche Forschung stößt man in der täglichen Bewertungspra-

xis auf Fragestellungen, die durch die Literatur nicht befriedigend beantwortet werden. Ferner werden wir häufig nach Literatur gefragt, die einen umfassenden Überblick über die gebräuchlichsten Bewertungsmodelle vermittelt, gleichzeitig aber auch die Vorgehensweise an Praxisbeispielen erläutert und die dabei auftretenden Probleme stimmig löst. Mit unserem Buch möchten wir einen kleinen Beitrag dazu leisten, die Lücke zwischen Theorie und Praxis zu schließen.

Wer sollte dieses Buch lesen?

Dieses Buch richtet sich an Leser, die sich professionell mit Unternehmensbewertungen befassen, wie z.B. Wirtschaftsprüfer, Unternehmensberater, Finanzanalysten, Banker oder Führungskräfte von Unternehmen. Ferner soll es aber auch „Neueinsteigern“ eine interessante und nachvollziehbare Einführung in das Thema ermöglichen. Da das Thema „Unternehmensbewertung“ zum Standardvorlesungsinhalt an Universitäten, Fachhochschulen und Berufsakademien zählt, hoffen wir auch, mit diesem Buch Anregungen zu interessanten und praxisnahen Lehrveranstaltungen zu geben.

Der Aufbau des Buches

Am Anfang des Buches steht – wie bei unserer alltäglichen Arbeit auch – die Unternehmensanalyse und darauf aufbauend die Unternehmensplanung, da die Planzahlen die Grundlage einer fundierten Unternehmensbewertung darstellen.

Der Schwerpunkt des Buches liegt in der ausführlichen Darstellung verschiedener Ansätze der Unternehmensbewertung. Erläutert werden die in der Praxis gängigen Discounted Cash-flow-Ansätze und Multiplikatorenverfahren.

Jeder Bewertungsansatz wird von uns Schritt für Schritt an einem Beispiel nachvollzogen. Unser besonderes Augenmerk liegt darauf, dem Leser transparent und praxisnah darzustellen, wie einzelne Schritte der Unternehmensbewertung durchgeführt werden. Ferner möchten wir das Bewusstsein des Lesers für die maßgeblichen Stellschrauben einer Unternehmensbewertung schärfen. Die Kenntnis der Werttreiber einer Unternehmensbewertung und ihres Einflusses auf den Unternehmenswert ist wesentlich für die Erstellung einer eigenen Bewertung, aber auch für die Beurteilung einer externen Unternehmensbewertung.

Des Weiteren wird eine Reihe von bewertungsspezifischen Fragestellungen diskutiert, mit denen wir bei unserer praktischen Tätigkeit immer wieder konfrontiert werden. Dazu zählen beispielsweise Steuerprobleme, Bewertung immateriellen Vermögens, Minderheitsanteile, Pensionsrückstellungen etc.

Danken möchten wir dem Verlag Vahlen und seinen Mitarbeitern für die stets angenehme und konstruktive Zusammenarbeit. Unser besonderer Dank gilt Herrn Dennis Brunotte für seine Unterstützung bei der Umsetzung der 6. Auflage.

Wir wünschen unseren Lesern weiterhin eine interessante und erkenntnisreiche Lektüre.

Stuttgart, Oktober 2017

Dietmar Ernst

Sonja Schneider

Bjoern Thielen

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Abkürzungsverzeichnis	XV
Autorenprofile	XIX
1 Methoden der Unternehmensbewertung	1
1.1 Einzelbewertungsverfahren	2
1.1.1 Substanzwertverfahren auf Basis von Reproduktionswerten ...	3
1.1.2 Substanzwertverfahren auf Basis von Liquidationswerten ...	4
1.2 Mischverfahren	5
1.2.1 Mittelwertverfahren	5
1.2.2 Übergewinnverfahren	6
1.2.3 Stuttgarter Verfahren	7
1.3 Gesamtbewertungsverfahren	8
1.3.1 DCF-Verfahren	9
1.3.2 Ertragswertmethode und vereinfachte Ertragswertmethode ..	10
1.3.3 Multiplikatorenverfahren	11
1.3.4 Realoptions-Ansatz	12
2 Unternehmensplanung als Basis der zukunftsorientierten Unternehmensbewertung	13
2.1 Planungsmethodik – Allgemein	13
2.2 Planungsprämissen	14
2.2.1 Planprämissen Gewinn- und Verlustrechnung	16
2.2.2 Planprämissen Bilanz	18
2.3 Planung des Beispielunternehmens KfZ-Zulieferer GmbH	20
3 Unternehmensbewertung mit Discounted Cashflow-Modellen (DCF-Modellen)	27
3.1 Überblick über die verschiedenen DCF-Ansätze	27
3.1.1 Entity-Ansatz (Bruttoverfahren)	27
3.1.2 Adjusted Present Value (APV)-Ansatz	29
3.1.3 Equity-Ansatz (Nettoverfahren)	30
3.2 Berechnung der Cashflows und des Terminal Value	32
3.2.1 Berechnung der operativen Free Cashflows des Entity- und des APV-Ansatzes	32
Exkurs: Entity Ansatz auf Basis von Total Cashflows	35
3.2.2 Berechnung der Flows to Equity des Equity-Ansatzes	36
3.2.3 Berechnung des Terminal Value	38
3.2.3.1 Das Zwei-Phasenmodell zur Ermittlung des Wertes eines Unternehmens mit unendlicher Lebensdauer ...	38
3.2.3.2 Berechnung des Terminal Value	39
3.2.3.3 Festlegung des Detailprognosehorizonts	44

3.3	Bestimmung des Diskontierungszinssatzes	45
3.3.1	Ermittlung des Diskontierungszinssatzes in Abhängigkeit vom jeweiligen DCF-Ansatz	45
3.3.2	Bestimmung der marktwertgewichteten Kapitalstruktur	47
3.3.2.1	Ermittlung der gegenwärtigen Kapitalstruktur	47
3.3.2.2	Zielkapitalstruktur	49
3.3.3	Eigenkapitalkosten	51
3.3.3.1	Ermittlung des Zinssatzes einer risikofreien Anlage ...	51
3.3.3.2	Risikoprämie	56
3.3.4	Fremdkapitalkosten	74
3.4	Berechnung des Unternehmenswertes	86
3.5	Werttreiber der DCF-Modelle	92
3.5.1	Wachstumsrate im Terminal Value	92
3.5.2	Detailprognosehorizont	93
3.5.3	Kapitalkosten	96
3.5.4	Planzahlen	98
3.5.4.1	Umsatz	98
3.5.4.2	Kosten	100
3.5.4.3	Investitionen	100
3.5.5	Szenarioanalyse mit Hilfe von Werttreibern	103
3.6	Diskussion der Annahmen der DCF-Ansätze	103
3.6.1	Die dem Equity-Ansatz zugrunde liegenden Annahmen	104
3.6.2	Die dem Entity-Ansatz zugrunde liegenden Annahmen	106
3.6.3	Entity-Modell mit periodenspezifischer Berechnung des WACC	108
3.7	DCF-Bewertung und Steuern	112
3.7.1	Einflussebenen der Steuer im DCF-Modell	112
3.7.2	Berücksichtigung der persönlichen Einkommensteuer der Unternehmenseigner	112
3.7.3	DCF-Bewertung unter Berücksichtigung der deutschen Steuergesetzgebung	114
3.7.3.1	Bewertungsrelevante Steuern in Deutschland	114
3.7.3.2	Bewertung von Kapitalgesellschaften ohne Berücksichtigung persönlicher Einkommensteuern der Unternehmenseigner	118
3.7.3.3	Bewertung von Kapitalgesellschaften unter Einbezug persönlicher Einkommensteuern der Unternehmenseigner	122
3.7.3.4	Auswirkungen der Unternehmensteuerreform 2008 auf den Unternehmenswert	134
3.7.3.5	Verlustvorträge/Ausschüttungssperre	135
3.7.3.6	Bewertung von Personengesellschaften bzw. Einzelunternehmen	138
3.8	Spezifische Fragestellungen bei der DCF-Bewertung	143
3.8.1	Bewertung spezifischer Vermögensbestandteile	143
3.8.1.1	Nicht-betriebsnotwendiges Vermögen	143
3.8.1.2	Stille Reserven und Stille Lasten	145
3.8.1.3	Immaterielles Vermögen	146

3.8.2	Bewertung von Konzernen	150
3.8.2.1	Bewertung nicht-vollkonsolidierter Beteiligungen	151
3.8.2.2	Bewertung der Anteile Dritter am Konzern	154
3.8.2.3	Sum of the Parts-Bewertung	155
3.8.3	Einzelfragen	156
3.8.3.1	Pensionsaufwendungen, Pensionsrückstellungen und Pensionsverpflichtungen	156
3.8.3.2	Sonstige langfristige Rückstellungen	159
3.8.3.3	Leasingfinanzierung	159
3.8.3.4	Factoring/Forfaitierung	160
3.8.3.5	Bestimmung der im Terminal Value anzusetzenden Investitionen	161
3.8.3.6	Derivative Finanzinstrumente	163
3.8.3.7	Die Problematik negativer Cashflows	164
3.9	Exkurs: Dividend Discount Modell	166
3.9.1	Vorbemerkungen	166
3.9.2	Ableitung der wesentlichen Parameter aus der Planung	166
3.9.3	Berechnung der Dividende im Terminal Value	169
3.9.4	Berechnung des Unternehmenswerts	170
3.9.5	Fazit	171
3.10	Wahrscheinlichkeitsgewichtete Szenarien	172
3.10.1	Vorbemerkungen	172
3.10.2	Generelle Annahmen zum Bewertungsbeispiel	172
3.10.3	Bewertung	175
3.10.4	Fazit	181
3.11	Exkurs: Vereinfachtes Ertragswertverfahren	182
3.11.1	Die Konzeption des vereinfachten Ertragswertverfahrens	182
3.11.2	Ermittlung des nachhaltig erzielbaren Jahresergebnisses	183
3.11.3	Berechnung des Kapitalisierungsfaktors	185
3.11.4	Berechnung des Unternehmenswerts	186
3.12	Exkurs: Internationale Unternehmensbewertung	188
3.12.1	Grundlagen der internationalen Unternehmensbewertung	188
3.12.1.1	Anlässe für eine internationale Unternehmensbewertung	189
3.12.1.2	Besonderheiten der internationalen Unternehmensbewertung	189
3.12.2	Länderrisiken	193
3.12.2.1	Berechnung aus den „Default Spreads“	194
3.12.2.2	Bestimmung der Länderrisikoprämie aus dem Länder-rating bzw. auf Basis von Unternehmensanleihen	195
3.12.2.3	Berechnung aus den relativen Standardabweichungen der Aktienmärkte	197
3.12.2.4	Berechnung aus einer Kombination aus Default Spreads und den relativen Standardabweichungen der Aktien- und Bondmärkte zueinander	199

3.12.3 Modelle zur Berücksichtigung des Länderrisikos in den Eigenkapitalkosten	200
3.12.3.1 Ermittlung der Eigenkapitalkosten mittels CAPM-basierter Modelle	201
3.12.3.2 Ermittlung der Eigenkapitalkosten mittels nicht-CAPM-basierter Modelle	209
3.12.3.3 Vergleich der Modelle	214
3.12.4 Wahl der Währung bei der internationalen Unternehmensbewertung	216
3.12.4.1 Internationale Unternehmensbewertung in harter Währung des Referenzmarktes	217
3.12.4.2 Internationale Unternehmensbewertung in lokaler Währung des Emerging Markets/High Growth Markets	219
4 Unternehmensbewertung mit Multiplikatoren	223
4.1 Grundprinzip und Vorgehensweise	223
4.1.1 Vorgehensweise bei der Multiplikatorenbewertung	224
4.1.2 Bildung von Multiplikatoren	224
4.1.3 Berechnung des Unternehmenswertes	225
4.2 Darstellung der unterschiedlichen Multiplikatoren	226
4.2.1 Equity Value- versus Enterprise Value-Multiplikatoren	226
4.2.2 Trading- versus Transaction-Multiplikatoren	228
4.2.3 Überblick über die unterschiedlichen Multiplikatoren	229
4.2.4 Multiplikatoren auf Basis von Bilanzgrößen – Kurs- Buchwert-Verhältnis	231
4.2.5 Multiplikatoren auf Basis von Größen aus der Gewinn- und Verlustrechnung	232
4.2.5.1 Umsatzmultiplikatoren	234
4.2.5.2 EV/EBITDA-Multiplikator	236
4.2.5.3 EV/EBITA-Multiplikator	237
4.2.5.4 EV/EBIT-Multiplikator	238
4.2.5.5 Kurs-Gewinn-Verhältnis	238
4.2.6 Cashflow-Multiplikatoren	239
4.2.7 Nicht-Finanzmultiplikatoren	241
4.2.8 Berücksichtigung des Wachstums	241
4.3 Berechnung der Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen	243
4.3.1 Auswahl der Vergleichsunternehmen	243
4.3.2 Auswahl der Bewertungsperiode	246
4.3.3 Auswahl des Multiplikators	248
4.3.4 Erhebung und Aufbereitung der Informationen	248
4.3.4.1 Marktwert des Eigenkapitals und Enterprise Value	249
4.3.4.2 Ermittlung der Bezugsgrößen: Jahresabschlusszahlen ..	250
4.3.4.3 Ermittlung der Bezugsgrößen: Schätzungen	250
4.3.5 Informationsaufbereitung und Multiplikatoren-Berechnung am Beispiel der Beru AG	252
4.3.5.1 Marktwert des Eigenkapitals	252
4.3.5.2 Enterprise Value	252

4.3.5.3	Berechnung vergangenheitsorientierter Multiplikatoren	253
4.3.5.4	Berechnung zukunftsorientierter Multiplikatoren	255
4.3.6	Marktwert versus Buchwert bei Anteilen Dritter und nicht-vollkonsolidierten Beteiligungen	264
4.3.6.1	Berücksichtigung der Anteile Dritter am Beispiel von Peugeot und Faurecia	265
4.3.6.2	Berücksichtigung nicht-vollkonsolidierter Beteiligungen am Beispiel von Renault und Nissan	267
4.4	Multiplikatorenbewertung der KfZ-Zulieferer GmbH	269
4.4.1	Ermittlung der Multiplikatoren für die Vergleichsunternehmen	269
4.4.2	Aggregation der Einzelmultiplikatoren	278
4.4.3	Berechnung des Unternehmenswertes der KfZ-Zulieferer GmbH	281
4.5	Nicht-Finanzmultiplikatoren am Beispiel von T-Mobile	286
4.6	Multiplikatorenbewertung von Banken und Versicherungen	287
4.7	Multiplikatoren als verkürzte DCF-Modelle	290
4.7.1	Ableitung des EV/EBIT-Multiplikators aus dem DCF-Entity-Ansatz	291
4.7.2	Ableitung des KGV-Multiplikators aus dem DCF-Equity-Ansatz	293
4.7.3	Nutzung der abgeleiteten Zusammenhänge zur vereinfachten Ermittlung von (Nicht-Markt-)Multiplikatoren	294
4.7.4	Ableitung des KGV-Multiplikators aus dem Gordon Growth Modell	296
4.8	Kritische Würdigung der Multiplikatorenbewertung	298
5	Vor- und Nachteile der Bewertungsverfahren im Überblick	301
Glossar		305
Literaturverzeichnis		319
Stichwortverzeichnis		323