

# 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](http://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](http://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.

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

<b>Vorwort</b> .....	V
<b>Abkürzungsverzeichnis</b> .....	XV
<b>Autorenprofile</b> .....	XIX
<b>1 Methoden der Unternehmensbewertung</b> .....	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
<b>2 Unternehmensplanung als Basis der zukunftsorientierten Unternehmensbewertung</b> .....	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
<b>3 Unternehmensbewertung mit Discounted Cashflow-Modellen (DCF-Modellen)</b> .....	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
<b>Exkurs:</b> 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 Diskontierungzinssatzes .....	45
3.3.1	Ermittlung des Diskontierungzinssatzes 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	<b>Exkurs:</b> 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	<b>Exkurs:</b> 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	<b>Exkurs:</b> Internationale Unternehmensbewertung .....	188
3.12.1	Grundlagen der internationalen Unternehmensbewertung .....	188
3.12.1.1	Anlässe für eine internationale Unternehmens- bewertung .....	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
<b>4 Unternehmensbewertung mit Multiplikatoren .....</b>	<b>223</b>
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
<b>5</b>	<b>Vor- und Nachteile der Bewertungsverfahren im Überblick .....</b>	<b>301</b>
<b>Glossar</b> .....		<b>305</b>
<b>Literaturverzeichnis</b> .....		<b>319</b>
<b>Stichwortverzeichnis</b> .....		<b>323</b>