
Inhaltsübersicht

1	Einführung (<i>Andreas Creutzmann und Nicole Deser</i>)	1
2	Konzeption der Multiplikatorverfahren (<i>Thomas Wagner</i>)	5
3.	In der Bewertungspraxis eingesetzte Ausprägungen der Multiplikatorverfahren	20
3.1	Enterprise-Value (EV)-Multiplikatoren	20
3.1.1	Enterprise-Value/EBIT(DA)-Verhältnis (<i>Sigrid Krolle</i>)	21
3.1.2	Enterprise-Value/Umsatz-Multiplikator und Non-Financial Multiples (<i>Bernhard Schwetzler und Jürgen Warfsmann</i>)	48
3.1.3	Enterprise-Value/Capital-Employed-Verhältnis (<i>Hans-Peter Kuhlmann</i>)	58
3.2	Equity-Value-Multiplikatoren	60
3.2.1	Kurs/Gewinn-Verhältnis (<i>Felix Kurt Adrian</i>)	60
3.2.2	Price/Earnings-to-Growth-Ratio (<i>Felix Kurt Adrian</i>)	79
3.2.3	Kurs/Cash-Earnings-Verhältnis (<i>Roland Trageser</i>)	86
3.2.4	Kurs/Buchwert-Verhältnis (<i>Hans-Peter Kuhlmann</i>)	95
4	Spezialprobleme bei der Anwendung von Multiplikatoren	103
4.1	Bewertung von Leasingverpflichtungen (<i>Günter Schmitt</i>)	103
4.2.	Bewertung von Pensionsverpflichtungen (<i>Günter Schmitt</i>)	109
4.3	Bewertung von steuerlichen Verlustvorträgen und steuerlichen EK-Töpfen (<i>Peter Braun</i>)	123
4.4	Der Einfluss von Stock Options auf die Unternehmensbewertung (<i>Sigrid Krolle</i>)	135
4.5	Die kongruente Bereinigung einmaliger Sondereinflüsse (<i>Andreas Creutzmann, Günter Schmitt</i>)	181
	Stichwortverzeichnis	199
	Autorenverzeichnis	201

Inhaltsverzeichnis

Vorwort der Herausgeber	V
1 Einführung	1
1.1 Wie unterscheiden sich Multiplikator- und Diskontierungsmodelle zur Unternehmensbewertung?	1
1.2 Warum haben Multiplikatormethoden eine so hohe Akzeptanz?	2
1.3 Fazit	4
2 Konzeption der Multiplikatorverfahren	5
2.1 Marktpreisorientierte Bewertung	5
2.1.1 Multiplikatormethoden in Abhängigkeit zugrunde liegender Marktpreise	6
2.1.2 Kritik am Marktpreiskonzept	7
2.1.2.1 Problematik Markteffizienz	7
2.1.2.2 Objektivitätszuwachs vs. Subjektbezogenheit	9
2.2 Kernstück Unternehmensvergleich	10
2.2.1 Formale Anforderungen an Vergleichbarkeit	10
2.2.1.1 Fundamentale Einflussgrößen auf Multiplikatoren	10
2.2.1.2 Implikationen	11
2.2.2 Selektion vergleichbarer Unternehmen in der Praxis	12
2.2.2.1 Analyse des Bewertungsobjektes und seiner Umwelt	12
2.2.2.2 Auswahl von Vergleichsunternehmen	14
2.3 Multiplikatorkonstruktionen und -auswahl im Überblick	15
2.3.1 Multiplikatorkonstruktionen	15
2.3.2 Auswahlproblem Wertindikator	16
2.3.3 Auswahlproblem Basisjahr	17
Literatur	18
3. In der Bewertungspraxis eingesetzte Ausprägungen der Multiplikatorverfahren	20
3.1 Enterprise-Value (EV)-Multiplikatoren	20
3.1.1 Enterprise-Value/EBIT(DA)-Verhältnis	21
3.1.1.1 Berechnungsmodus	21
3.1.1.2 Brutto- vs. Nettomethode	22
3.1.1.3 Bestandteile und Definitionen von EBIT und EBITDA	26
3.1.1.4 Bestandteile des EV	28
3.1.1.5 Relevanter Stichtag	42
3.1.1.6 Vor- und Nachteile der EV-Multiplikatoren	47
3.1.1.7 Varianten von EBITDA	47
Literatur	48

3.1.2 Enterprise-Value/Umsatz-Multiplikator und Non-Financial Multiples	48
3.1.2.1 EV-Umsatz Multiples	48
3.1.2.2 Non-Financial Multiples für Internet- und Biotechnologieunternehmen	54
Literatur	57
3.1.3 Enterprise-Value/Capital-Employed-Verhältnis	58
Literatur	60
3.2 Equity-Value-Multiplikatoren	60
3.2.1 Kurs/Gewinn-Verhältnis	60
3.2.1.1 Einleitung	60
3.2.1.2 Kurs/Gewinn-Verhältnis und fundamentale Zusammenhänge	61
3.2.1.3 Kurs/Gewinn-Verhältnis als Methode der relativen Bewertung	65
3.2.1.4 Berechnung und Bereinigung von Gewinnen und Gewinnschätzungen	72
3.2.1.5 Berücksichtigung des Risikos	74
3.2.1.6 Besondere Probleme der P/E-Bewertung	76
Literatur	78
3.2.2 Price/Earnings-to-Growth-Ratio	79
3.2.2.1 Definition und Eigenschaften	79
3.2.2.2 Anwendung	82
3.2.2.3 Vorteile und Nachteile des PEG-Ratio	85
Literatur	86
3.2.3 Kurs/Cash-Earnings-Verhältnis	86
3.2.3.1 Einleitung	86
3.2.3.2 Definition des Cashflow	87
3.2.3.3 Definition der bewertungsrelevanten Cash Earnings	88
3.2.3.4 Spezielle Aspekte bei Ermittlung der bewertungsrelevanten Cash Earnings	90
3.2.3.5 Bedeutung der bewertungsrelevanten Cash Earnings	92
3.2.3.6 Ermittlung des Marktwertes des Eigenkapitals	93
3.2.3.7 Vor- und Nachteile des Kurs/Cash-Earnings-Multiplikators	94
Literatur	95
3.2.4 Kurs/Buchwert-Verhältnis	95
3.2.4.1 Einleitung und Definition	95
3.2.4.2 Modellhafte Darstellung der Einflussfaktoren auf das Kurs/Buchwert-Verhältnis	97
3.2.4.3 Das KBV als Indikator für Unter- oder Überbewertungen	99
3.2.4.4 Vor- und Nachteile des Kurs/Buchwert-Verhältnisses	100
Literatur	102

4 Spezialprobleme bei der Anwendung von Multiplikatoren	103
4.1 Bewertung von Leasingverpflichtungen	103
Literatur	108
4.2. Bewertung von Pensionsverpflichtungen	109
4.2.1 Auf Basis von Jahresabschlüssen nach US-GAAP (SFAS 87)	109
4.2.2 Auf Basis von Jahresabschlüssen nach deutschem Handelsrecht (HGB)	117
Literatur	123
4.3 Bewertung von steuerlichen Verlustvorträgen und steuerlichen EK-Töpfen	123
4.3.1 Bewertung von steuerlichen Verlustvorträgen	123
4.3.1.1 Verwendung von Multiplikatorverfahren bei Vorliegen von Verlustvorträgen	124
4.3.1.2 Bewertung von Verlustvorträgen	126
4.3.1.3 Diskontierungssatz zur Bewertung von Verlustvorträgen .	131
4.3.2 Bewertung von KSt-Guthaben	131
4.3.2.1 Entstehung und Wirkung von KSt-Guthaben	131
4.3.2.2 Bewertung von KSt-Guthaben	133
Literatur	134
4.4 Der Einfluss von Stock Options auf die Unternehmensbewertung	135
4.4.1 Einleitung	135
4.4.2 Charakter von Stock Options	138
4.4.2.1 Wertrelevante Merkmale	138
4.4.2.2 Quellen eines potenziellen Vermögensschadens (Lohnersatzcharakter)	140
4.4.2.3 Bilanzrechtlicher Regelungsrahmen (Behandlung von SOP in der Rechnungslegung)	142
4.4.2.4 Bewertungssadäquate Planungsgrundlage	148
4.4.3 Verfahren zur Bestimmung des Anteilswertes	151
4.4.3.1 Grundlagen	151
4.4.3.2 Wertermittlung unter Verwendung der Optionspreistheorie	154
4.4.3.3 Treasury Stock Method	156
4.4.4 Anwendung der TSM im Rahmen der Multiplikatorbewertung	164
4.4.4.1 Begebungszeitpunkt oder konstante Parameter	164
4.4.4.2 Berücksichtigung veränderter Erwartungspfade (Optionslaufzeit)	167
4.4.4.3 Enterprise-Value-Multiplikatoren	170
4.4.4.4 Berücksichtigung von Steuern	171
4.4.5 Zusammenfassung	176
4.4.6 Anhang	178
Literatur	180
4.5 Die kongruente Bereinigung einmaliger Sondereinflüsse	181
4.5.1 Einleitung	181
4.5.2 Die kongruente Bereinigung von einmaligen Sondereinflüssen (non-recurring items) bei einem Vergleichsunternehmen der Peer Group	183

4.5.2.1	Ermittlung eines Equity-Value-Multiplikators (KGV) bei einem Vergleichsunternehmen der Peer Group	185
4.5.2.2	Ermittlung eines Enterprise-Value-Multiplikators (EV/EBIT) bei einem Vergleichsunternehmen der Peer Group	187
4.5.3	Die kongruente Bereinigung von einmaligen Sondereinflüssen (non-recurring items) bei dem zu bewertenden Unternehmen	189
4.5.3.1	Bewertung des Beispielunternehmens mit Hilfe eines Enterprise-Value-Multiplikators (EV/EBIT)	193
4.5.3.2	Bewertung des Beispielunternehmens mit Hilfe eines Equity-Value-Multiplikators (KGV)	195
4.5.4	Zusammenfassung	196
	Literatur	197
	Stichwortverzeichnis	199
	Autorenverzeichnis	201