

# Schriften zur Finanzwirtschaft

herausgegeben vom  
Fachgebiet Finanzwirtschaft/Investition  
der  
Technischen Universität Ilmenau

## **Nicht-Finanzmultiplikatoren in der Unternehmensbewertung – Eine Alternative zu Finanzmultiplikatoren?**

Dr. Alexander Fox  
Sebastian Heim, M.Sc.

**Heft 11**





# Technische Universität Ilmenau

Schriften zur Finanzwirtschaft

Dr. Alexander Fox  
Technische Universität Ilmenau  
Fachgebiet Finanzwirtschaft/Investition  
Postfach 10 05 65  
98684 Ilmenau  
Tel: ++49 (0)3677 69 4016  
Fax: ++49 (0)3677 69 4218  
E-Mail: Alexander.Fox@tu-ilmenau.de

Sebastian Heim, M.Sc.  
Technische Universität Ilmenau  
Fachgebiet Finanzwirtschaft/Investition  
Postfach 10 05 65  
98684 Ilmenau  
Tel: ++49 (0)3677 69 4026  
Fax: ++49 (0)3677 69 4218  
E-Mail: Sebastian.Heim@tu-ilmenau.de

**Alexander Fox/Sebastian Heim:**

Nicht-Finanzmultiplikatoren in der Unternehmensbewertung – Eine Alternative zu Finanzmultiplikatoren?

Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 11, Technische Universität Ilmenau, 2013

ISSN 1615-7656

# **Nicht-Finanzmultiplikatoren in der Unternehmens- bewertung – Eine Alternative zu Finanzmultiplikatoren?**

von

Dr. Alexander Fox  
Sebastian Heim, M.Sc.

## **Zusammenfassung:**

Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich mit der Anwendbarkeit der Multiplikatormethode bei negativen Erfolgsgrößen. In solchen Fällen würden die Berechnungen zu negativen, nicht interpretierbaren Multiplikatoren führen. Eine Möglichkeit, dieser Problematik zu begegnen, ist der Einsatz von Nicht-Finanzmultiplikatoren. Der vorliegende Beitrag geht der Frage nach, ob die Ergebnisse mit Nicht-Finanzmultiplikatoren mit denen von Finanzmultiplikatoren vergleichbar sind. Hierzu werden am Beispiel von Brauereien mit der jährlichen Ausstoßmenge als Transfergröße für den Nicht-Finanzmultiplikator und den beiden Finanzmultiplikatoren EV/Umsatz und EV/EBITDA eine Unternehmensbewertung durchgeführt und die Ergebnisse kritisch analysiert.



# Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>EINLEITUNG</b> .....	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>UNTERNEHMENSBEWERTUNG MIT DER MULTIPLIKATORMETHODE</b> .....	<b>6</b>
2.1	GRUNDLEGENDES.....	6
2.2	VORGEHENSWEISE.....	7
2.2.1	Analyse des zu bewertenden Unternehmens.....	7
2.2.2	Auswahl geeigneter Vergleichsunternehmen.....	8
2.2.3	Auswahl der Multiplikatoren und Bestimmung des Unternehmenswertes.....	8
2.2.4	Bestimmung des endgültigen Unternehmenswertes unter Berücksichtigung eventueller Korrekturen.....	11
<b>3</b>	<b>NICHT-FINANZMULTIPLIKATOREN</b> .....	<b>12</b>
3.1	GRUNDLEGENDES.....	12
3.2	MÖGLICHE ANWENDUNGSBEISPIELE.....	12
<b>4</b>	<b>VERGLEICH DER BEWERTUNGSERGEBNISSE VON FINANZ- UND NICHT-FINANZMULTIPLIKATOREN</b> .....	<b>15</b>
4.1	ANALYSE DES ZU BEWERTENDEN UNTERNEHMENS UND AUSWAHL GEEIGNETER VERGLEICHSUNTERNEHMEN.....	15
4.2	AUSWAHL DER MULTIPLIKATOREN UND BESTIMMUNG DES UNTERNEHMENSWERTES.....	16
4.3	BESTIMMUNG DES ENDGÜLTIGEN UNTERNEHMENSWERTES.....	17
4.4	KRITISCHE ANALYSE DER ERGEBNISSE.....	19
<b>5</b>	<b>FAZIT</b> .....	<b>20</b>
	<b>LITERATUR</b> .....	<b>21</b>

## Symbolverzeichnis

$AG$	Aktiengesellschaft
$CF_V$	Cashflow
$EBIT_V$	Earnings before Interest and Taxes
$EBITDA_V$	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
$EK_{0,V}^M$	Wert des Vergleichsunternehmens
$EK_{0,B}^M$	Wert des zu bewertenden Unternehmens
$EK_V^B$	Buchwert des Eigenkapitals
$FK_B^M$	Marktwert des Fremdkapitals des zu bewertenden Unternehmens
$G_V$	Gewinn
$\Delta G_V$	Gewinnwachstum
$GK_{0,V}^M$	Marktwert des Gesamtkapitals des Vergleichsunternehmens
$KBV$	Kurs-Buchwert-Verhältnis
$KCV$	Kurs-Cashflow-Verhältnis
$KGV$	Kurs-Gewinn-Verhältnis
$KGV^{dyn}$	dynamisches Kurs-Gewinn-Verhältnis
$M_{EQ}$	(Equity-Value-) Multiplikator
$M_{EV}$	(Enterprise-Value-) Multiplikator
$M_{NF}$	Nicht-Finanzmultiplikator
$Tr_B$	Transfergröße des zu bewertenden Unternehmens
$Tr_V$	Transfergröße des Vergleichsunternehmens
$U_V$	Umsatz des Vergleichsunternehmens
$WT_V$	Werttreiber des Vergleichsunternehmens

# 1 Einleitung

Die Verwendung der Multiplikatormethode, auch Vergleichswertverfahren genannt, erlebt ihre Grenzen bei negativen Erfolgsgrößen, welche zu negativen, nicht interpretierbaren Multiplikatoren führen. Um diesem Umstand Rechnung zu tragen, können entweder Finanzmultiplikatoren verwendet werden, welche keine negativen Werte annehmen können (z.B. Umsatz), oder es wird auf Multiplikatoren zurückgegriffen, die nicht auf Finanzdaten, sondern auf anderen Transfergrößen wie Nutzerverhalten oder Mitarbeiterfähigkeiten basieren.<sup>1</sup> Solche Nicht-Finanzmultiplikatoren spielten vor allem bei der Bewertung von Internetunternehmen Ende der 1990er Jahre eine bedeutende Rolle.<sup>2</sup> Hierbei stellt sich die Frage, ob – ungeachtet der theoretischen Kritik<sup>3</sup> an der Multiplikator-Methode – die Ergebnisse mit Nicht-Finanzmultiplikatoren mit denen von Finanzmultiplikatoren vergleichbar sind. Ziel der Untersuchung ist es somit, Gemeinsamkeiten und Unterschiede bei der Bewertung mit Finanz- und Nicht-Finanzmultiplikatoren aufzudecken und die Ergebnisse vornehmlich hinsichtlich einer möglichen Ergebniskongruenz kritisch zu beleuchten. Dazu erfolgt einleitend eine Darstellung der Grundlagen der Multiplikatormethode. Danach werden verschiedene Nicht-Finanzmultiplikatoren vorgestellt, um abschließend eine Bewertung mit Hilfe von Finanz- und Nicht-Finanzmultiplikatoren am Beispiel von Brauereien durchzuführen. Schlussendlich sollen die Ergebnisse kritisch analysiert werden.

---

<sup>1</sup> Vgl. Fox (2010), S. 98f.

<sup>2</sup> Vgl. dazu Koller/Goedhart/Wessels (2010), S. 330 f. sowie Schwetzler/Warfsmann (2005), S. 54 ff.

<sup>3</sup> Diese bezieht sich vor allem auf die Annahme von informationseffizienten Kapitalmärkten, die mangelnde Berücksichtigung zukünftiger Entwicklungen sowie die Probleme beim Auffinden geeigneter Vergleichsunternehmen (Peer-Group) und Multiplikatoren; vgl. z.B. Fox (2010), S. 211 ff.; Fox/Weimar (2012), S. 3 sowie ausführlich z.B. Buchner/Englert (1994), S. 1578 f.; Böcking/Nowak (1999), S. 175 f.; Seppelfricke (1999), S. 306; Berner/Rojahn (2003), S. 155; Born (2003), S. 165; Löhnert/Böckmann (2012), S. 581 f.

## 2 Unternehmensbewertung mit der Multiplikatormethode

Im Folgenden soll die Vorgehensweise im Rahmen der Multiplikatormethode kurz dargestellt werden, um beim späteren Vergleich der Bewertungsergebnisse von Finanz- und Nicht-Finanzmultiplikatoren die auftretenden Probleme besser nachvollziehen zu können.<sup>4</sup>

### 2.1 Grundlegendes

Die Multiplikatormethode basiert auf dem Prinzip „law of one price“; sie ist somit eine Möglichkeit der marktorientierten Bewertung.<sup>5</sup> Hierbei kann aus realisierten Marktpreisen oder Börsenkurswerten ein Preis für ein Zielunternehmen abgeleitet werden.<sup>6</sup> Als Bedingung dafür müssen die Vergleichsunternehmen der „richtigen“ Bewertung unterliegen, die zum Vergleich herangezogenen Unternehmen möglichst ähnlich sein<sup>7</sup> und ein informationseffizienter Kapitalmarkt<sup>8</sup> existieren. Das Ergebnis ist als potenzieller Marktpreis zu verstehen, welcher beim Verkauf des Unternehmens auf einem entsprechenden Markt erzielt werden kann. Dabei finden die verschiedenen subjektiven Bewertungen der Marktteilnehmer im Rahmen von Angebot und Nachfrage bei der Bewertung explizit Berücksichtigung.<sup>9</sup> Der Unternehmenswert kann über einen direkten Unternehmensvergleich (Comparative-Company-Approach) oder auf Basis von Erfahrungswerten<sup>10</sup> abgeleitet werden.<sup>11</sup> Dabei ist für die Wertfindung vor allem von Bedeutung, ob die Vergleichsunternehmen eine Börsennotierung aufweisen oder nicht. Bei börsennotierten Unternehmen kann die Bestimmung des Marktpreises unmittelbar über die Marktkapitalisierung erfolgen. Im Fall von nicht börsennotierten Vergleichsunternehmen ist eine solche Wertfindung nicht unmittelbar möglich. Hier muss

---

<sup>4</sup> Die grundlegenden Darstellungen zur Multiplikatormethode basieren auf den Ausführungen von Fox (2010), S. 92 ff.; Fox/Weimar (2012), S. 5 ff.

<sup>5</sup> Vgl. zur geschichtlichen Entwicklung der Unternehmensbewertung und der einzelnen Werttheorien z.B. Matschke (1979), S. 5 ff.; Mandl/Rabel (1997), S. 5 ff.; Matschke/Brösel (2013), S. 14 ff.; Peemöller (2012), S. 4 ff.

<sup>6</sup> Der Preis eines Unternehmens stellt denjenigen Geldbetrag dar, welchen ein Käufer für den Erwerb des Unternehmens zu entrichten hat, und ist somit das Ergebnis von Angebot und Nachfrage; vgl. Moxter (1983), S. 5. Inwieweit der Preis vom entsprechenden Wert abweicht, hängt insbesondere vom Bewertungsanlass und den damit verbundenen Bewertungszwecken ab, welche durch das persönliche Ziel- und Präferenzsystem des Bewertenden determiniert werden; vgl. Hering (2000), S. 435; Brösel (2003), S. 130.

<sup>7</sup> Vgl. Sanfleber-Decher (1992), S. 597; Buchner/Englert (1994), S. 1573; Mandl/Rabel (1997), S. 42; Böcking/Nowak (1999), S. 169; Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S. 197; Seppelfricke (2012), S. 149.

<sup>8</sup> Damit Kapitalmärkte Informationseffizienz genügen, dürfen die gehandelten Wertpapiere keinerlei Restriktionen und Regulierungen bezüglich ihrer Handelbarkeit unterliegen und alle Anleger müssen sich rational verhalten. Vgl. zur Theorie effizienter Märkte grundlegend Fama (1970), S. 383 ff. sowie ergänzend Steiner/Bruns/Stöckl (2012), S. 39 f.

<sup>9</sup> Vgl. Barthel (1996a), S. 152 f.; Barthel (1996b), S. 1701; Mandl/Rabel (1997), S. 42 ff.

<sup>10</sup> Diese Methode findet in der Regel bei der Bewertung kleinerer Unternehmen, wie Apotheken oder Rechtsanwaltskanzleien, Anwendung. Die Ermittlung des Unternehmenswertes erfolgt über die Verwendung von Multiplikatoren, welche branchenspezifische Erfahrungswerte für eine bestimmte Branche darstellen. Eine direkte Auswahl und Analyse von geeigneten Vergleichsunternehmen entfällt bei dieser Methode. Der Ansatz beschränkt sich vielmehr darauf, das zu bewertende Unternehmen einer bestimmten Branche zuzuordnen und dort die branchentypischen Multiplikatoren zu kennen; vgl. Buchner/Englert (1994), S. 1577; Mandl/Rabel (1997), S. 265 ff.

<sup>11</sup> Vgl. Buchner/Englert (1994), S. 1574 ff.; Barthel (1996a), S. 154 ff.; Mandl/Rabel (1997), S. 43 ff.; Böcking/Nowak (1999), S. 169 ff.



der entsprechende Wert aus historischen Preisen abgeleitet werden. Der Comparative-Company-Approach differenziert in Abhängigkeit von der Herkunft der Vergleichspreise nach:<sup>12</sup>

- Preisen vergleichbarer börsennotierter Unternehmen (Similar-Public-Company-Methode)
- gezahlten Preisen für abgeschlossene Akquisitionen (Recent-Acquisitions-Methode)
- erzielten Emissionspreisen bei Börseneinführungen (Initial-Public-Offerings-Methode).

Das grundlegende methodische Vorgehen ist bei allen Herangehensweisen weitestgehend identisch und soll im Folgenden anhand der Similar-Public-Company-Methode dargestellt werden:<sup>13</sup>

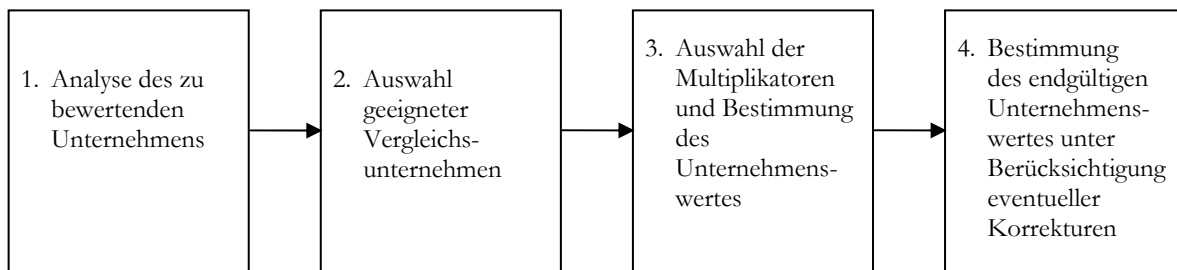


Abbildung 1: Bewertungsprozess im Rahmen der Similar-Public-Company-Methode

## 2.2 Vorgehensweise

### 2.2.1 Analyse des zu bewertenden Unternehmens

Im ersten Schritt erfolgt eine Analyse der ökonomischen und rechtlichen Rahmenbedingungen der Branche sowie der wirtschaftlichen Lage des zu bewertenden Unternehmens (Due Diligence-Untersuchung<sup>14</sup>).<sup>15</sup> Ziel ist es, ein Verständnis für dieses zu erhalten und einen darauf aufbauenden Kriterienkatalog für die nachfolgende Auswahl von geeigneten Vergleichsunternehmen festzulegen. Hierbei sind qualitative und quantitative (finanzielle) Kriterien zu unterscheiden, für welche jeweils die unternehmensspezifischen Größen ermittelt werden müssen. Im Rahmen der qualitativen Kriterien liegt das Hauptaugenmerk auf der Untersuchung der Branche, der Rechtsform, des Geschäftsmodells, der Unternehmensstrategie, der Wettbewerbssituation und -position, der Eigentumsverhältnisse, der Größe sowie der Qualität des Managements des zu bewertenden Unternehmens.<sup>16</sup> Daneben ist auch eine möglichst umfassende Analyse der finanziellen Situation des Unternehmens von Bedeutung. Die Auswahl der charakteristischen Kennzahlen und deren Ermittlung liegt dabei vollständig im Ermessen des Bewertenden

<sup>12</sup> Vgl. Sanfleber-Decher (1992), S. 597 ff.; Buchner/Englert (1994), S. 1574 ff.; Barthel (1996a), S. 155 ff.; Mandl/Rabel (1997), S. 43 ff.; Böcking/Nowak (1999), S. 170 ff.; Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S. 197 ff.; Berner/Rojahn (2003), S. 156 ff.; Wagner (2005), S. 6 f.

<sup>13</sup> Vgl. Fox (2010), S. 94; Fox/Weimar (2012), S. 7.

<sup>14</sup> Due Diligence bedeutet „mit gebührender Sorgfalt“. Zum Begriff der Due Diligence und den damit verbundenen Analysen und Problemen im Zusammenhang mit Unternehmensbewertungen vgl. z.B. Helbling (2009), S. 245 ff.; Haarbeck/König (2013), S. 171 ff.; Klein/Jonas (2013), S. 149 ff.

<sup>15</sup> Vgl. Sanfleber-Decher (1992), S. 598; Buchner/Englert (1994), S. 1574; Barthel (1996a), S. 156; Mandl/Rabel (1997), S. 260.

<sup>16</sup> Vgl. Sanfleber-Decher (1992), S. 598 f.; Mandl/Rabel (1997), S. 260; Hillebrandt (2001), S. 618 f.

und basiert auf seinen Erfahrungen und Präferenzen. Dies stellt ein nicht zu unterschätzendes Problem der Multiplikatormethode dar.

### 2.2.2 Auswahl geeigneter Vergleichsunternehmen

Die Auswahl der geeigneten Vergleichsunternehmen stellt den zentralen Bestandteil des Vergleichsverfahrens dar. Im Vordergrund steht zunächst die Branche des zu bewertenden Unternehmens, aber auch andere Kriterien aus der Due Diligence-Untersuchung werden berücksichtigt. Die Unternehmen mit den geringsten Abweichungen in möglichst vielen Kriterien werden sodann in der sogenannten „Peer-Group“ zusammengefasst.<sup>17</sup> Hierbei steigt mit sinkender Abweichung die Aussagekraft des Multiplikators. Die wirtschaftliche Nähe der Vergleichsunternehmen wirkt somit direkt auf die Qualität des Ergebnisses ein.<sup>18</sup> Es scheint ausgeschlossen, dass Unternehmen existieren, welche dem Bewertungsobjekt in allen Eigenschaften entsprechen.<sup>19</sup> Infolgedessen stellt die Auswahl geeigneter Vergleichsunternehmen den Bereich mit den meisten praktischen Problemen dar<sup>20</sup>, da nur die Übertragung von Marktpreisen von Unternehmen mit gleichen wertrelevanten Eigenschaften als sinnvoll erachtet werden kann.<sup>21</sup> Während bezüglich der heranzuziehenden Kriterien kaum Unstimmigkeiten bestehen, existiert hinsichtlich der Frage, ab wann ein Unternehmen als ähnlich eingestuft werden kann, noch erheblicher Forschungsbedarf.<sup>22</sup> Seppelfricke vertritt den Standpunkt, dass die Anwendung der Vergleichskriterien im Einzelfall flexibel vorzunehmen ist, um einerseits eine hinreichend große Datenbasis und andererseits eine angemessene Vergleichbarkeit zwischen Peer-Group und dem zu bewertenden Unternehmen zu sichern.<sup>23</sup> Fox/Weimar zeigen am Beispiel der Bewertung von Fußballunternehmen, welche Probleme in diesem Zusammenhang auftreten können, und versuchen, Lösungsmöglichkeiten aufzuzeigen.<sup>24</sup>

### 2.2.3 Auswahl der Multiplikatoren und Bestimmung des Unternehmenswertes

Nach der Analyse des Bewertungsobjektes und der Ableitung geeigneter Vergleichsunternehmen müssen zur Bestimmung des Unternehmenswertes zweckdienliche Referenzgrößen gefunden werden. Mit Equity-Value- und Enterprise-Value-Multiplikatoren bzw. Netto- (für Equity-Value-Multiplikatoren) und Brutomultiplikatoren (für Enterprise-Value-Multiplikatoren)<sup>25</sup> bestehen zwei unterschiedliche Herangehensweisen.<sup>26</sup> Zu welcher Gruppe Nicht-Finanzmultiplikatoren gehören, wird nachfolgend in Kapitel drei

---

<sup>17</sup> Vgl. Buchner/Englert (1994), S. 1574; Mandl/Rabel (1997), S. 260; Beckmann/Meister/Meitner (2003), S. 104; Coenenberg/Schultze (2002), S. 698.

<sup>18</sup> Vgl. Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S. 203; Wagner (2005), S. 10.

<sup>19</sup> Vgl. Böcking/Nowak (1999), S. 172; Beckmann/Meister/Meitner (2003), S. 104.

<sup>20</sup> Vgl. Buchner/Englert (1994), S. 1574; Mandl/Rabel (1997), S. 260; Beckmann/Meister/Meitner (2003), S. 104; Coenenberg/Schultze (2002), S. 698.

<sup>21</sup> Vgl. Seppelfricke (2012), S. 169; Drukarczyk/Schüler (2009), S. 453; Langguth (2008), S. 32.

<sup>22</sup> Vgl. zu dieser Problematik z.B. Böcking/Nowak (1999), S. 171 f.; Wagner (2005), S. 12 ff.; Seppelfricke (2012), S. 169 f.

<sup>23</sup> So z.B. Seppelfricke (2007), S. 169.

<sup>24</sup> Vgl. Fox/Weimar (2012), S. 24 ff.

<sup>25</sup> Vgl. Hillebrandt (2001), S. 619.

<sup>26</sup> Vgl. Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S. 206; Schultze (2003), S. 161 f.; Schwetzler (2003), S. 79 ff.; Löhnert/Böckmann (2012), S. 587.

näher analysiert. Bei Equity-Value-Multiplikatoren wird der Marktwert des Eigenkapitals<sup>27</sup> als Referenzgröße herangezogen, wogegen im Rahmen von Enterprise-Value-Multiplikatoren der Marktwert des Gesamtkapitals (Eigen- und Fremdkapital) die verwendete Vergleichsgröße darstellt. Der Enterprise-Value wird in der Regel als Summe aus Marktwert des Eigenkapitals, des zinstragenden Fremdkapitals, Anteile Dritter sowie ggf. dem Barwert aus Pensions- und Leasingverpflichtungen, reduziert um den Wert der nicht operativen Vermögensgegenstände und ggf. den Barwert der steuerlichen Verlustvorträge, betrachtet.<sup>28</sup> Damit besteht der generelle Unterschied zwischen den Multiplikatoren in der Einbeziehung von Ansprüchen gegenüber Fremdkapitalgebern, da sich Equity-Value-Multiplikatoren nur auf Größen beziehen, bei welchen diese Ansprüche schon abgegolten sind, und Enterprise-Value-Multiplikatoren auf Bezugsgrößen, welche die Zinszahlungen beinhalten.<sup>29</sup> Hinsichtlich der Verwendung der Multiplikatoren wird bei Equity-Value-Multiplikatoren oftmals kritisiert, dass durch die alleinige Fokussierung auf das Eigenkapital der Einfluss des Verschuldungsgrades auf die Eigenkapitalkosten vernachlässigt wird<sup>30</sup>, da bei steigender Verschuldung auch die Eigenkapitalkosten infolge des höheren Risikos zunehmen.<sup>31</sup> Hierdurch können die Ergebnisse verfälscht werden. In solchen Fällen soll die Verwendung von Enterprise-Value-Multiplikatoren Abhilfe schaffen, da durch die Verwendung des Gesamtkapitalmarktwertes eines Unternehmens als Transfergröße eine Bezugsgröße gewählt wird, welche die Zinszahlungen explizit berücksichtigt. Dieser Argumentation liegt das Theorem von Modigliani/Miller zur Irrelevanz der Kapitalstruktur für den Unternehmenswert zugrunde, welches besagt, dass der Verschuldungsgrad keinen Einfluss auf die durchschnittlich gewichteten Kapitalkosten eines Unternehmens besitzt.<sup>32</sup> In der Praxis führen dagegen unterschiedliche Kapitalstrukturen regelmäßig zu unterschiedlichen Gesamtkapitalkosten. Dieser Effekt lässt sich bei Enterprise-Value-Multiplikatoren faktisch nur über Zu- oder Abschläge kompensieren<sup>33</sup>, so dass der Vorteile gegenüber den Equity-Value-Multiplikatoren verloren geht.

---

<sup>27</sup> Dieser entspricht dem Unternehmenswert des Vergleichsunternehmens.

<sup>28</sup> Vgl. Seppelfricke (2012), S. 158.

<sup>29</sup> Vgl. Seppelfricke (2012), S. 151; Wagner (2005), S. 15.

<sup>30</sup> Vgl. Seppelfricke (1999), S. 302; Schultze (2003), S. 168; Löhnert/Böckmann (2012), S. 688.

<sup>31</sup> Vgl. exemplarisch Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 518 ff.

<sup>32</sup> Dies gilt jedoch nur unter Außerachtlassung von Steuern und Konkurskosten; vgl. Modigliani/Miller (1958), S. 261 ff. sowie ergänzend Modigliani/Miller (1963), S. 433 ff.; Wallmeier (1999), S. 1473 ff. m.w.N.

<sup>33</sup> Vgl. Coenenberg/Schultze (2002), S. 702; Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S. 208; Schultze (2003), S. 168 ff.

Die Vorgehensweise bei der Ermittlung des Unternehmenswertes (Marktwert des Eigenkapitals) mit Hilfe von Equity-Value-Multiplikatoren lautet:<sup>34</sup>

$$EK_{0,B}^M = M_{EQ} \cdot Tr_B = \frac{EK_{0,V}^M}{Tr_V} \cdot Tr_B = EK_{0,V}^M \cdot \frac{Tr_B}{Tr_V}$$

mit  $EK_{0,B}^M, EK_{0,V}^M$ : Wert des zu bewertenden bzw. des Vergleichsunternehmens

$Tr_B, Tr_V$ : Transfergröße des zu bewertenden bzw. des Vergleichsunternehmens

$$M_{EQ} = \frac{EK_{0,V}^M}{Tr_V}: \text{ (Equity Value-) Multiplikator}$$

Die Berechnungsvorschrift bei Verwendung von Enterprise-Value-Multiplikatoren lautet:<sup>35</sup>

$$EK_{0,B}^M = M_{EV} \cdot Tr_B - FK^M = \frac{GK_{0,V}^M}{Tr_V} \cdot Tr_B - FK^M = GK_{0,V}^M \cdot \frac{Tr_B}{Tr_V} - FK^M$$

mit  $GK_{0,V}^M$ : Marktwert des Gesamtkapitals des Vergleichsunternehmens

$FK^M$ : Marktwert des Fremdkapitals

$$M_{EV} = \frac{GK_{0,V}^M}{Tr_V}: \text{ (Enterprise Value-) Multiplikator}$$

Nachfolgend werden einige wichtige Multiplikatoren und Transfergrößen vorgestellt:

<sup>34</sup> Vgl. Buchner/Englert (1994), S. 1576; Mandl/Rabel (1997), S. 44; Hillebrandt (2001), S. 619; Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S. 197; Berner/Rojahn (2003), S. 156.

<sup>35</sup> Vgl. Hillebrandt (2001), S. 619 f.; Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S. 206; Berner/Rojahn (2003), S. 156 ff.; Schultze (2003), S. 161; Löhnert/Böckmann (2009), S. 576 f.

Equity-Value-Multiplikatoren			
Transfergröße		Multiplikator	Berechnungsvorschrift
Gewinn	$G_V$	Kurs-Gewinn-Verhältnis	$KGV = \frac{EK_{0,V}^M}{G_V}$
Gewinnwachstum	$\Delta G_V$	dynamisches Kurs-Gewinn-Verhältnis	$KGV^{dyn} = \frac{KGV}{\Delta G_V}$
Cashflow <sup>36</sup>	$CF_V$	Kurs-Cashflow-Verhältnis	$KCV = \frac{EK_{0,V}^M}{CF_V}$
Buchwert des Eigenkapitals	$EK_V^B$	Kurs-Buchwert-Verhältnis	$KBV = \frac{EK_{0,V}^M}{EK_V^B}$
Enterprise-Value-Multiplikatoren			
Transfergröße		Multiplikator	Berechnungsvorschrift
Umsatz	$U_V$	Enterprise-Value-Umsatz-Verhältnis	$\frac{GK_{0,V}^M}{U_V}$
Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization	$EBITDA_V$	Enterprise-Value-EBITDA-Verhältnis	$\frac{GK_{0,V}^M}{EBITDA_V}$
Earnings before Interest and Taxes	$EBIT_V$	Enterprise-Value-EBIT-Verhältnis	$\frac{GK_{0,V}^M}{EBIT_V}$

Abbildung 2: Einige wichtige Multiplikatoren im Überblick

Quelle: Fox (2010), S. 98

## 2.2.4 Bestimmung des endgültigen Unternehmenswertes unter Berücksichtigung eventueller Korrekturen

Im letzten Schritt muss der Bewertende aus den verschiedenen Multiplikatoren diejenigen auswählen, welche zu für ihn plausiblen Unternehmenswerten führen, und eventuelle Ausreißer eliminieren, um das Ergebnis nicht zu verzerren.<sup>37</sup> Diese Werte sind schlussendlich zu einem endgültigen Unternehmenswert zu aggregieren.<sup>38</sup> Hierbei ist grundsätzlich darauf zu achten, dass Bezugs- und Referenzgrößen in konsistenter Beziehung zueinander stehen und sich diese auf dieselbe Bewertungsdimension beziehen.<sup>39</sup> Der Unternehmenswert wird in der Praxis regelmäßig durch pauschale Zu- oder Abschläge erhöht oder vermindert, um die Vergleichbarkeit des Bewertungsobjekts mit den jeweiligen Vergleichsunternehmen si-

<sup>36</sup> Für die Berechnung des Cashflows hat sich in der Literatur kein einheitliches Schema durchgesetzt; vgl. zur Problematik exemplarisch Mandl/Rabel (1997), S. 316; Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 580.

<sup>37</sup> Vgl. Schwetzler (2003), S. 88; Löhnert/Böckmann (2012), S. 692.

<sup>38</sup> Vgl. Seppelfricke (2012), S. 170. Hierbei ist die Bildung von Durchschnittswerten über das arithmetische oder harmonische Mittel sowie über den Median denkbar; vgl. Barthel (2007), S. 668 sowie zu den einzelnen Möglichkeiten und damit verbundenen Problemen der Durchschnittsbildung Schwetzler (2003), S. 88 f.; Adrian (2005), S. 67 ff.; Seppelfricke (2012), S. 170 ff.

<sup>39</sup> Vgl. auch Seppelfricke (2012), S. 149.

cherzustellen. Diese Zu- oder Abschläge fußen oft auf subjektiven Erfahrungswerten des Bewertenden und rechtfertigen sich z.B. durch unterschiedliche Wachstumsaussichten, Marktfähigkeit oder Einflussmöglichkeiten bei den Bewertungsobjekten.<sup>40</sup> Durch die Verwendung geeigneter Vergleichsunternehmen verringert sich wiederum die Bedeutung solcher subjektiven Zu- oder Abschläge.<sup>41</sup>

### 3 Nicht-Finanzmultiplikatoren

#### 3.1 Grundlegendes

Nicht-Finanzmultiplikatoren wurden in der Vergangenheit oftmals dann thematisiert, wenn Unternehmen negative Erfolgskennzahlen auswiesen, da hierdurch negative, nicht interpretierbare Multiplikatoren entstanden. Infolgedessen war die Anwendung der Multiplikatormethode entweder nur mit Finanzgrößen möglich, die keine negativen Werte annehmen konnten (z.B. der Umsatz), oder aber mit Transfergrößen, welche nicht auf in Geldeinheiten messbaren Ergebnisgrößen beruhen. Solche Nicht-Finanzmultiplikatoren nutzen operative Größen als Basis. Diese sind meist den finanziellen Ergebnissen vorgelagert und können auf unterschiedlichen Ebenen als Hebel für den Unternehmenserfolg und somit auch für den Wert eines Unternehmens auftreten. Der Bezug zu den auf den Unternehmenserfolg wirkenden Einzahlungsüberschüssen sollte hierbei in jedem Fall eindeutig nachweisbar sein.<sup>42</sup> In der Literatur wird für diese Art von Größen der Begriff des Werttreibers verwendet.<sup>43</sup> Da operative Größen das gesamte Unternehmen und somit den Marktwert des Gesamtkapitals beeinflussen, empfiehlt sich als Referenzgröße der Enterprise-Value. Die allgemeine Berechnungsvorschrift für einen Nicht-Finanzmultiplikator lautet wie folgt:

$$M_{NF} = \frac{GK_{0,V}^M}{WT_V}$$

mit  $M_{NF}$  : Nicht-Finanzmultiplikator  
 $WT_V$  : Werttreiber des Vergleichsunternehmens

#### 3.2 Mögliche Anwendungsbeispiele

Bei der Verwendung von Nicht-Finanzmultiplikatoren kommt in Abhängigkeit von der Branche eine Vielzahl an Transfergrößen in Frage. Im Folgenden sollen beispielhaft für einige Branchen der Einsatz von Nicht-Finanzmultiplikatoren diskutiert und bestehende Erkenntnisse aus der Literatur aufgegriffen

<sup>40</sup> Vgl. Sanfleber-Decher (1992), S. 602; Buchner/Englert (1994), S. 1576; Mandl/Rabel (1997), S. 263; Böcking/Nowak (1999), S. 173; Hillebrandt (2001), S. 619; Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S. 205.

<sup>41</sup> Vgl. z.B. Hillebrandt (2001), S. 619.

<sup>42</sup> Vgl. Schwetzler/Warfsmann (2005), S. 54.

<sup>43</sup> Vgl. beispielsweise Rappaport (1999), S. 39.

werden. Die Abbildung 3 gibt eine Übersicht an möglichen operativen Transfergrößen für verschiedene Branchen, erhebt aber keinen Anspruch auf Vollständigkeit:

<b>Branche</b>	<b>mögliche operative Transfergröße</b>
Telekommunikation	Anzahl der Kunden
Internet	Anzahl der Besucher einer Internetseite
Biotechnologie	Anzahl angemeldeter Patente
Fußball	durchschnittliche Wertschöpfung eines Fußballspielers
Brauerei	jährlicher Ausstoß in Hektoliter
Druckerei	verbrauchtes Papier in Kilogramm
Personenbeförderung	Anzahl der beförderten Fahrgäste
Theater	Anzahl der Besucher
Krankenhaus	Bettenanzahl

*Abbildung 3:* Für Nicht-Finanzmultiplikatoren verwendbare mögliche operative Transfergrößen

Bei Mobilfunkbetreibern bietet sich die Anzahl der Kunden als operative Größe an. Eine Untersuchung diesbezüglich wurde von Ernst/Schneider/Thielen durchgeführt.<sup>44</sup> Generell ist dieser Multiplikator für viele Unternehmen denkbar. Es muss jedoch darauf geachtet werden, dass die Kundenanzahl den zentralen Werttreiber für das Unternehmen darstellt und andere Einflüsse ausgeschlossen werden können. Außerdem ist es oftmals schwierig, genaue Daten über Kundenzahlen von Vergleichsunternehmen in Erfahrung zu bringen. Bei Mobilfunkbetreibern besteht die Möglichkeit, genaue Zahlen über die Anzahl der Nutzer der verschiedenen Mobilfunknetze über die Bundesnetzagentur zu erlangen.<sup>45</sup> Ernst/Schneider/Thielen haben bei Mobilfunkbetreibern neben dem Nicht-Finanzmultiplikator auch die beiden Finanzmultiplikatoren Enterprise-Value/Umsatz und Enterprise-Value/EBITDA getestet. Im Ergebnis lag der Unternehmenswert des zu bewertenden Unternehmens zwischen 25,2 und 31,8 Mrd. EUR, wobei der Nicht-Finanzmultiplikator den höchsten Wert lieferte.<sup>46</sup> Jedoch lagen alle drei ermittelten Unternehmenswerte sehr dicht beisammen, sodass man von einer generellen Eignung des Multiplikators Enterprise-Value/Kunde sprechen kann.

Eine weitere Anwendungsmöglichkeit für Nicht-Finanzmultiplikatoren bieten Internetunternehmen. Hier spielten sie schon Ende der 1990er Jahre eine bedeutende Rolle, da die Investoren vor dem Problem standen, dass viele Start-Up-Unternehmen in der Internetbranche zwar hohe Nutzerzahlen aufweisen konnten, jedoch aufgrund des kostenlosen Angebotes nur sehr wenige oder unzureichende finanzielle Einzahlungen besaßen.<sup>47</sup> Ein unter Umständen hoher Wert dieser Unternehmen war allerdings nicht von der Hand zu weisen, da großes Potential für Werbeeinnahmen bestand. Als mögliche Transfergrößen können

<sup>44</sup> Vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2012), S. 252 f.

<sup>45</sup> Verfügbar unter: [http://www.bundesnetzagentur.de/cln\\_1931/DE/Sachgebiete/Telekommunikation/Unternehmen\\_Institutionen/Marktbeobachtung/Deutschland/Mobilfunkteilnehmer/Mobilfunknehmer2\\_Basepage.html?nn=268208](http://www.bundesnetzagentur.de/cln_1931/DE/Sachgebiete/Telekommunikation/Unternehmen_Institutionen/Marktbeobachtung/Deutschland/Mobilfunkteilnehmer/Mobilfunknehmer2_Basepage.html?nn=268208) (Abruf am 06.09.2013).

<sup>46</sup> Vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2012), S. 252.

<sup>47</sup> Vgl. Koller/Goedhart/Wessels (2010), S. 330.

in diesem Bereich das Verhalten sowie die Anzahl der Nutzer eines Internetangebots angesehen werden, da davon ausgegangen wird, dass die genannten Kriterien einen direkten Einfluss auf die Höhe der zukünftigen Umsätze bzw. Gewinne besitzen und infolgedessen den Unternehmenswert bestimmen.<sup>48</sup> So kann ein Anstieg der Besucherzahl einer Internetseite einen höheren Unternehmenswert zur Folge haben, da Internetauftritte mit vielen Nutzern interessanter für Werbekunden sind und somit die Werbeerlöse für den Internetanbieter ansteigen. Trueman/Wong/Zhang kamen zu dem Ergebnis, dass sich Aktienkurse von Internetunternehmen auch durch nicht-finanzielle Größen wie „Seitenaufrufe innerhalb der Website“ und „Besucher pro Monat“ begründen lassen.<sup>49</sup> Ähnlich sieht das auch Damodaran, welcher aber hinzufügt, dass strenge Annahmen bezüglich des Geschäftsmodells und der prognostizierten Unternehmensentwicklung getroffen werden müssen.<sup>50</sup>

Nicht-Finanzmultiplikatoren scheinen sich auch für die Bewertung von Biotechnologieunternehmen zu eignen, weil in dieser Branche zunächst hohe Aufwendungen für Forschung und Entwicklung anfallen und diesen nur relativ geringe Erträge gegenüberstehen. Da der Erfolg der Biotechnologieunternehmen im Wesentlichen von den beteiligten Wissenschaftlern abhängt, kommt der sogenannte „Citation-Index“ als Nicht-Finanzmultiplikator in Frage, der die Anzahl der Veröffentlichungen in Fachzeitschriften misst. Zudem wäre ein Multiplikator bezüglich der Anzahl der angemeldeten Patente denkbar.<sup>51</sup>

Schließlich sind auch mitarbeiterorientierte Multiplikatoren vorstellbar. Mit deren Hilfe sollen die Bedeutung von immateriellen Faktoren, wie Kompetenz, Wissen oder Serviceleistungen<sup>52</sup>, und damit die Qualität, Dynamik und Qualifikation der Beschäftigten eines Unternehmens innerhalb der Bewertung berücksichtigt werden. Weimar/Fox haben sich in diesem Zusammenhang mit dem Einsatz mitarbeiterorientierter Multiplikatoren bei der Bewertung von Fußballunternehmen auseinandergesetzt.<sup>53</sup> Dies scheint dahingehend sinnvoll zu sein, dass so der außerordentliche Stellenwert von immateriellen Faktoren bei Spielern berücksichtigt werden kann. Als mögliche Transfergröße wurde die durchschnittliche Wertschöpfung eines Fußballspielers diskutiert. Die Autoren stellten hierbei jedoch fest, dass dies insofern problematisch werden kann, als eine Messung der Leistung aus kreativ schöpferischer Tätigkeit nur schwer durchführbar ist. Zudem wird nicht beachtet, dass beim Ausscheiden bestimmter Schlüsselspieler mehr Know-how verloren geht als die dargestellte durchschnittliche Wertschöpfungsleistung. Damit können durch diesen Multiplikator nicht alle individuellen Besonderheiten eines Fußballunternehmens berücksichtigt werden.<sup>54</sup>

---

<sup>48</sup> Vgl. Wullenkord (2000), S. 525; Jorion/Talmor (2001), S. 1 ff. m.w.N.; Wirtz (2001), S. 541; Koller/Goedhart/Wessels (2010), S. 331; Volk (2012), S. 970; Damodaran (2012), S. 574 f.

<sup>49</sup> Vgl. die Untersuchungen von Trueman/Wong/Zhang (2000), S. 137 ff.

<sup>50</sup> Vgl. Damodaran (2012), S. 577.

<sup>51</sup> Vgl. Schwetzler/Warfsmann (2005), S. 55 f. m.w.N.

<sup>52</sup> Vgl. z.B. Volk (2012), S. 971.

<sup>53</sup> Vgl. Fox/Weimar (2012), S. 13.

<sup>54</sup> Vgl. Fox/Weimar (2012), S. 13.



## 4 Vergleich der Bewertungsergebnisse von Finanz- und Nicht-Finanzmultiplikatoren

Im folgenden Beispiel soll die Qualität von Nicht-Finanzmultiplikatoren im Vergleich zu Finanzmultiplikatoren mit Hilfe einer Gegenüberstellung der entsprechenden Ergebnisse überprüft werden. Mit der Brauereibranche erfolgt die Analyse anhand einer Branche, für die ein Vergleich in der Literatur noch nicht durchgeführt wurde. Als zu bewertendes Unternehmen wurde die Kulmbacher Brauerei AG gewählt. Zeitpunkt der Bewertung ist der 31.12.2011. Die verwendeten Finanzdaten basieren auf dem Geschäftsjahr 2011.

### 4.1 Analyse des zu bewertenden Unternehmens und Auswahl geeigneter Vergleichsunternehmen

Die Analyse des zu bewertenden Unternehmens und die darauf aufbauende Auswahl geeigneter Vergleichsunternehmen haben anhand geeigneter Kriterien zu erfolgen.<sup>55</sup> Der Schwerpunkt dieser Untersuchung soll jedoch nicht auf dem Auswahlprozess passender Vergleichsunternehmen liegen, so dass im Folgenden bereits vier „passende“ Vergleichsunternehmen für das Bewertungsobjekt ausgesucht wurden. Als Vergleichsunternehmen kommen aufgrund der Datenverfügbarkeit nur börsennotierte und infolge der besseren Vergleichbarkeit nur deutsche Unternehmen in Frage.

	Kulmbacher Brauerei AG	Allgäuer Brauhaus AG	BHB Brauholding AG	Einbecker Brauhaus AG	Ottakringer AG
Anzahl Aktien		87.000	3.100.000	2.520.000	2.412.829
Aktienkurs 31.12.2011	<b>gesucht</b>	450,00	2,32	10,1	100
<b>Marktwert Eigenkapital<sup>56</sup></b>		<b>39.150</b>	<b>7.192</b>	<b>25.452</b>	<b>241.283</b>
+ Finanzverbindlichkeiten		27.173	15.694	2.119	7.070
– Finanzanlagen	9.172	1.865	3.398	7.714	26.512
– liquide Mittel	4.134	381	1.413	3.001	31.252
+ Leasingverpflichtungen	0	3.419	1.019	441	802
+ Pensionsverpflichtungen	10.788	446	0	7.758	0
+ Anteile Dritter	0	0	0	0	1.086
= Wert des bereinigten Fremdkapitals	<b>24.655</b>	<b>17.313</b>	<b>-1.673</b>	<b>4.554</b>	<b>-25.947</b>
<b>Enterprise Value</b>	<b>gesucht</b>	<b>56.463</b>	<b>5.519</b>	<b>30.006</b>	<b>215.336</b>

Abbildung 4: Bestimmung der Inputfaktoren für die Bewertung (in TSD EUR)

Quelle: Geschäftsberichte 2011 der jeweiligen Unternehmen

<sup>55</sup> Vgl. für eine beispielhafte Darstellung der Vorgehensweise bei Fußballunternehmen Fox/Weimar (2012), S. 24 ff.

<sup>56</sup> Es wird der Schlusskurs der Börse mit dem meisten Umsatz verwendet.

## 4.2 Auswahl der Multiplikatoren und Bestimmung des Unternehmenswertes

Bei der Bestimmung der Inputdaten für die Multiplikator-Berechnung treten, wie auch bei Barwertverfahren, Prognoseprobleme auf, da der am Bewertungsstichtag relevante Börsenkurs für die Ermittlung des Unternehmenswertes entscheidend ist und somit die verwendeten Finanzgrößen auf den Bewertungsstichtag prognostiziert werden müssen. Aus Vereinfachungsgründen werden in diesem Beispiel die Finanzergebnisse des Geschäftsjahres 2011 als Prognosewerte für die zukünftigen Geschäftsjahre verwendet. Der nächste Schritt bezieht sich auf die Auswahl geeigneter Multiplikatoren. In der Getränkebranche stellt die jährliche Ausstoßmenge den größten Werttreiber für den Umsatz dar, woraus ein wesentlicher Zusammenhang zum Erfolg des Unternehmens abgeleitet werden kann. Aus diesem Grund wurde die jährliche Ausstoßmenge als Transfergröße für den Nicht-Finanzmultiplikator gewählt. Um die Qualität der Berechnung gegenüber Finanzmultiplikatoren zu testen, wurden neben dem Nicht-Finanzmultiplikator Enterprise-Value/Ausstoß auch die beiden Finanzmultiplikatoren Enterprise-Value/Umsatz und Enterprise-Value/EBITDA berechnet, da sich beide auch auf das Gesamtkapital beziehen.<sup>57</sup>

	Kulmbacher Brauerei AG	Allgäuer Brauhaus AG	BHB Brauholding AG	Einbecker Brauhaus AG	Ottakringer AG
Ausstoß in Hektoliter	3.346.000	300.000	214.000	731.512	4.028.500
Umsatz (in TSD €)	211.783	20.359	16.094	40.741	217.636
EBITDA (in TSD €)	26.867	3.971	2.047	5.470	29.884

Abbildung 5: Transfergrößen für die Berechnung der Multiplikatoren

Quelle: Geschäftsberichte 2011 der jeweiligen Unternehmen

Aus den dargestellten Inputfaktoren werden im Folgenden die einzelnen Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen abgeleitet:

	Allgäuer Brauhaus AG	BHB Brauholding AG	Einbecker Brauhaus AG	Ottakringer AG
EV/Ausstoß-Multiplikator	0,188	0,026	0,04	0,05
EV/Umsatz-Multiplikator	2,77	0,34	0,74	0,99
EV/EBITDA- Multiplikator	14,22	2,70	5,49	7,21

Abbildung 6: Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen

Die Multiplikatoren werden im nächsten Schritt mit den entsprechenden Transfergrößen der Kulmbacher Brauerei AG multipliziert, um den Wert des Enterprise-Value zu erhalten:

<sup>57</sup> Vgl. zur Verwendung des EV bei Nicht-Finanzmultiplikatoren die Ausführungen in Abschnitt 3.1.

	Allgäuer Brauhaus AG	BHB Brauholding AG	Einbecker Brauhaus AG	Ottakringer AG
Enterprise-Value aus Transfergröße Ausstoß	629.746	86.287	137.249	178.854
Enterprise-Value aus Transfergröße Umsatz	587.349	72.623	155.979	209.545
Enterprise-Value aus Transfergröße EBITDA	381.977	72.433	147.380	193.593

Abbildung 7: Abgeleitete Enterprise-Value-Größen für die Kulmbacher Brauerei AG (in TSD EUR)

Danach wird vom Enterprise-Value der Wert des bereinigten Fremdkapitals der Kulmbacher Brauerei AG abgezogen, um den Wert des Eigenkapitals zu bestimmen:

	Allgäuer Brauhaus AG	BHB Brauholding AG	Einbecker Brauhaus AG	Ottakringer AG
Unternehmenswert aus Transfergröße Ausstoß	605.091	61.632	112.594	154.199
Unternehmenswert aus Transfergröße Umsatz	562.694	47.968	131.324	184.890
Unternehmenswert aus Transfergröße EBITDA	357.322	47.778	122.725	168.938

Abbildung 8: Abgeleitete Unternehmenswerte für die Kulmbacher Brauerei AG (in TSD EUR)

### 4.3 Bestimmung des endgültigen Unternehmenswertes

Im letzten Schritt muss aus den ermittelten Werten der endgültige Unternehmenswert abgeleitet werden. Hierzu gibt es verschiedene Möglichkeiten. Die einfachste wäre die Aufstellung einer Bandbreite für den Unternehmenswert, welche in diesem Fall von 47,8 Mio. EUR bis 605 Mio. EUR reichen würde. Unabhängig davon, dass eine Bandbreite in dieser Größenordnung wenig zielführend ist, werden in der Praxis keine Bandbreiten, sondern Punktwerte gefordert. Eine Aggregation kann z.B. über den einfachen arithmetischen Mittelwert erfolgen. Danach ergibt sich gemäß der Transfergröße Ausstoß ein Unternehmenswert für die Kulmbacher Brauerei AG von 233,4 Mio. EUR. Im Vergleich zur tatsächlichen Marktkapitalisierung von 114,2 Mio. EUR<sup>58</sup> stellt dies eine Abweichung von +104,8 % dar. Der Unternehmenswert mit der Transfergröße Umsatz liegt bei 231,8 Mio. EUR bzw. 102,8 % über der tatsächlichen Marktkapitalisierung und damit nur unwesentlich unter dem Ergebnis des Nicht-Finanzmultiplikators. Das Ergebnis mit der Transfergröße EBITDA weicht dagegen stark von den beiden anderen Ergebnissen ab.

<sup>58</sup> Ob die Börsenbewertung der Kulmbacher Brauerei AG als realistisch anzusehen ist, kann hier nicht geklärt werden. Dies hängt wiederum vom zukünftigen Erfolg des Unternehmens ab.

	arithmetischer Mittelwert	Abweichung zum tatsächlichen Unternehmenswert
Unternehmenswert aus Transfergröße Ausstoß	233.379	104,3 %
Unternehmenswert aus Transfergröße Umsatz	231.719	102,8 %
Unternehmenswert aus Transfergröße EBITDA	174.191	52,5 %

Abbildung 9: Aggregierte Unternehmenswerte für die Kulmbacher Brauerei AG (in TSD EUR)

Das Ergebnis zeigt, dass die berechneten Unternehmenswerte über die Transfergrößen Ausstoß und Umsatz fast deckungsgleich sind. Dies ist dahingehend nicht verwunderlich, da beide Größen einen direkten Zusammenhang aufweisen. Gleichzeitig übersteigen jedoch die berechneten Werte die tatsächliche Marktkapitalisierung um das Doppelte. Der Zusammenhang zum EBITDA scheint dagegen nicht so ausgeprägt zu sein. Dies kann z.B. aus unterschiedlichen Umsatzrentabilitätskennziffern resultieren. Eine Möglichkeit solche Ergebnisverzerrungen zu vermeiden, ist die Eliminierung eventueller Ausreißer. Betrachtet man die berechneten Unternehmenswerte, zeigt sich, dass vor allem bei der Allgäuer Brauhaus AG eine extrem hohe Abweichung vorhanden ist. Ursache dafür könnte der relativ hohe Enterprise Value sein, der zu entsprechend höheren Multiplikatoren führt. Ein Grund hierfür scheint das Vorhandensein eines Mehrheitsaktionärs mit über 75 % der Anteile<sup>59</sup> zu sein, infolgedessen die Insolvenzwahrscheinlichkeit für das Unternehmen relativ gering ist. Eliminiert man dieses Vergleichsunternehmen aus der Peer-Group, so ergeben sich folgende Unternehmenswerte:

	arithmetischer Mittelwert	Abweichung zum tatsächlichen Unternehmenswert
Unternehmenswert aus Transfergröße Ausstoß	109.475	-4,2%
Unternehmenswert aus Transfergröße Umsatz	121.394	6,3%
Unternehmenswert aus Transfergröße EBITDA	113.147	-1,0%

Abbildung 10: Aggregierte Unternehmenswerte für die Kulmbacher Brauerei AG ohne die Allgäuer Brauhaus AG (in TSD EUR)

Nach der Anpassung liegen alle Unternehmenswerte relativ nah beieinander und weisen nur geringe Abweichungen vom tatsächlichen Unternehmenswert auf. Es zeigt sich, dass die Ergebnisqualität der Multiplikatormethode, wie schon erwähnt<sup>60</sup>, entscheidend von den gewählten Vergleichsunternehmen abhängt und nicht passende Unternehmen zu erheblichen Diskrepanzen beim Ergebnis führen können.

<sup>59</sup> Am Bilanzstichtag 31.12.2013 war die Mainzer Aktien-Bierbrauerei AG, Mainz, eine 100%ige Tochter der Radeberger Gruppe Holding GmbH, Frankfurt am Main, mit mehr als 75 % an der Allgäuer Brauhaus AG beteiligt; vgl. dazu den Geschäftsbericht 2011 der Allgäuer Brauhaus AG, S. 13, verfügbar unter: [http://www.allgaeuerbrauhaus.de/abk/?page\\_id=438](http://www.allgaeuerbrauhaus.de/abk/?page_id=438) (Abruf am 31.03.2013).

<sup>60</sup> Vgl. Abschnitt 2.2.2.

#### 4.4 Kritische Analyse der Ergebnisse

Die Ergebnisse der Untersuchung decken sich weitestgehend mit denen anderer Autoren zu Nicht-Finanzmultiplikatoren bei Internet- und Biotechnologieunternehmen<sup>61</sup> oder Mobilfunkbetreibern.<sup>62</sup> Danach liefern Nicht-Finanzmultiplikatoren in der Praxis ähnliche Ergebnisse wie Finanzmultiplikatoren mit adäquaten Transfergrößen, besitzen aber weiterhin die grundlegenden Probleme von Finanzmultiplikatoren, wie die Annahme von informationseffizienten Kapitalmärkten, die mangelnde Berücksichtigung zukünftiger Entwicklungen sowie die Probleme beim Auffinden geeigneter Vergleichsunternehmen (Peer-Group) und Multiplikatoren.<sup>63</sup> Daneben sind, wie die vorangegangenen Untersuchungen zeigen, einige spezifische Problemstellungen zu berücksichtigen. So ist bei der Auswahl der operativen Größen darauf zu achten, dass ein wesentlicher Zusammenhang zum Erfolg des Unternehmens besteht. Die damit verbundene Wahl der richtigen Werttreiber hängt jedoch beträchtlich von der Branche ab und erhöht zusätzlich den Spielraum für den Bewertenden. Beispielsweise kann die nicht-finanzielle Größe „Anzahl der angemeldeten Patente“ bei Industrieunternehmen im Forschungs- und Entwicklungsbereich direkt Einfluss auf den Umsatz nehmen, wohingegen sie in der Dienstleistungsbranche weniger bis gar nicht geeignet wäre. Um geeignete Nicht-Finanzmultiplikatoren zu finden, ist deshalb eine genaue Analyse des zu bewertenden Unternehmens erforderlich. Darüber hinaus ist eine Bewertung umso aussagekräftiger, je mehr sie sich auf „entziehbare Einzahlungsüberschüsse“, wie z.B. den Gewinn, bezieht. Durch die Einordnung der Nicht-Finanzmultiplikatoren in die Gruppe der Enterprise-Value-Multiplikatoren wird jedoch die fehlende Nähe zu solchen Überschüssen deutlich.<sup>64</sup> Demnach würden Equity-Value-Multiplikatoren zu genaueren Ergebnissen führen, gleichwohl den Autoren kein Nicht-Finanzmultiplikator bekannt ist, der sich für die Einordnung in diese Gruppe qualifiziert. Im Fall von Nicht-Finanzmultiplikatoren bietet sich aufgrund der starken Ausrichtung auf den Umsatz oftmals keine Alternative zu einem Gesamtkapitalmarktwert-Multiplikator. Als Vorteil von Nicht-Finanzmultiplikatoren kann angesehen werden, dass bilanzielle Wahlrechte sowie länderspezifische Rechnungslegungsvorschriften zu keiner Verfälschung der Ergebnisse führen können. Zudem sind länderübergreifende Unternehmensvergleiche mutmaßlich leichter möglich, da unterschiedliche Abschreibungs- und Rückstellungspraktiken nicht in die Bewertung einfließen.<sup>65</sup>

---

<sup>61</sup> Vgl. hierzu Schwetzler/Warfsmann (2005), S. 54 ff. m.w.N.

<sup>62</sup> Vgl. hierzu Ernst/Schneider/Thielen (2012), S. 252 f.

<sup>63</sup> Vgl. FN 3.

<sup>64</sup> Vgl. auch Schwetzler/Warfsmann (2005), S. 54.

<sup>65</sup> Vgl. auch Schwetzler/Warfsmann (2005), S. 49.

## 5 Fazit

Die Untersuchung ging der zentralen Fragestellung nach, ob Nicht-Finanzmultiplikatoren eine adäquate Alternative zu Finanzmultiplikatoren bei der Bewertung von Unternehmen mit Hilfe des Vergleichsverfahrens darstellen. Aus den Ergebnissen können zwei wichtige Erkenntnisse abgeleitet werden. Erstens wurde deutlich, dass Nicht-Finanzmultiplikatoren weiterhin die grundlegenden Probleme von Finanzmultiplikatoren besitzen. So konnte gezeigt werden, dass im Rahmen der Multiplikatormethode eine beträchtliche Abhängigkeit der Bewertungsergebnisse von den ausgewählten Vergleichsunternehmen besteht. Durch die Eliminierung eines „nicht passenden“ Vergleichsunternehmens aus der Peer-Group veränderten sich die Ergebnisse für den Nicht-Finanzmultiplikator signifikant hin zu einer genaueren Abbildung der tatsächlichen Marktkapitalisierung.<sup>66</sup> Die zweite Erkenntnis – und mutmaßlich die wichtigere – ist, dass interessanterweise kaum Abweichungen zwischen den Ergebnissen des Nicht-Finanzmultiplikators und den Ergebnissen der Finanzmultiplikatoren mit adäquaten Transfergrößen vorhanden sind. In dem gewählten Beispiel scheint dies nicht weiter verwunderlich, da zu mindestens der Zusammenhang zwischen der Transfergröße Ausstoß und dem Umsatz relativ groß ist. Beim EBITDA ist die Ähnlichkeit der Ergebnisse wahrscheinlich auf die aktuell ähnlichen Abläufe sowie Automatisierungsgrade bei der Getränkeherstellung und die damit verbundenen ähnlichen Kostenstrukturen zurückzuführen. Auf der Ebene der Equity-Multiplikatoren ist keine adäquate Aussage möglich, da nach Kenntnisstand der Autoren kein Nicht-Finanzmultiplikator existiert, der sich für die Einordnung in diese Gruppe qualifiziert. Dadurch gilt die Aussage nur bei der Bewertung mit Hilfe von Enterprise-Value-Multiplikatoren. Für die praktische Anwendung bedeutet das Folgendes: entscheidet man sich für die Verwendung der Multiplikatormethode und ist man sich den theoretischen Unwägbarkeiten bewusst und akzeptiert diese, dann ist es augenscheinlich gleichgültig, ob man einen Nicht-Finanzmultiplikator oder einen Finanzmultiplikator verwendet, solange sich die Transfergrößen auf der Werttreiberebene entsprechen.

---

<sup>66</sup> Während das Ergebnis mit der Allgäuer Brauhaus AG in der Peer-Group ca. 104,3 % über der tatsächlichen Marktkapitalisierung lag, befand es sich ohne die Allgäuer Brauhaus AG in der Peer-Group ca. 4,2 % unter der tatsächlichen Marktkapitalisierung der Kulmbacher Brauerei AG.

## Literatur

- ADRIAN, FELIX (2005):** Kurs/Gewinn-Verhältnis, in: Krolle, Sigrid/Schmitt, Günter/Schwetzer, Bernhard (Hrsg.), Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung: Anwendungsbereiche – Problemfälle – Lösungsalternativen, Stuttgart, S. 60-79
- BARTHEL, CARL W. (1996a):** Unternehmenswert: Die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren – Vergleichswert schlägt Ertragswert, in: Der Betrieb, 4/1996, 49. Jg., S. 149-163
- BARTHEL, CARL W. (1996b):** Unternehmenswert: Theoretische Fundierung des Umsatzverfahrens, in: Deutsches Steuerrecht, 43/1996, 34. Jg., S. 1701-1707
- BARTHEL, CARL W. (2007):** Unternehmenswert: Auswahl der Bezugsgrößen bei Market Multiples, in: Der Finanzbetrieb, 11/2007, 9. Jg., S. 666-674
- BECKMANN, CHRISTOPH/MEISTER, JAN M./MEITNER, MATTHIAS (2003):** Das Multiplikatorverfahren in der kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertungspraxis, in: Der Finanzbetrieb, 2/2003, 5. Jg., S. 103-105
- BERNER, CHRISTIAN/ROJAHN, JOACHIM (2003):** Anwendungseignung von marktorientierten Multiplikatoren, in: Der Finanzbetrieb, 3/2003, 5. Jg., S. 155-161
- BÖCKING, HANS-JOACHIM/NOWAK, KARSTEN (1999):** Marktorientierte Unternehmensbewertung – Darstellung und Würdigung der marktorientierten Vergleichsverfahren vor dem Hintergrund der deutschen Kapitalmarktverhältnisse, in: Der Finanzbetrieb, 8/1999, 1. Jg., S. 169-176
- BORN, KARL (2003):** Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung, 2. Auflage, Stuttgart
- BRÖSEL, GERRIT (2003):** Objektiv gibt es nur subjektive Unternehmenswerte, in: Unternehmensbewertung & Management, 4/2003, 1. Jg., S. 130-134
- BUCHNER, ROBERT/ENGLERT, JOACHIM (1994):** Die Bewertung von Unternehmen auf der Basis des Unternehmensvergleichs, in: Der Betriebsberater, 23/1994, 49. Jg., S. 1573-1580
- COENENBERG, ADOLF G./SCHULTZE, WOLFGANG (2002):** Das Multiplikator-Verfahren in der Unternehmensbewertung: Konzeption und Kritik, in: Der Finanzbetrieb, 12/2002, 4. Jg., S. 697-703
- DAMODARAN, ASWATH (2012):** Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 3rd edition, Hoboken (New Jersey)
- DRUKARCZYK, JOCHEN/SCHÜLER, ANDREAS (2009):** Unternehmensbewertung, 6. Auflage, München
- ERNST, DIETMAR/SCHNEIDER, SONJA/THIELEN, BJÖRN (2012):** Unternehmensbewertung erstellen und verstehen – Ein Praxisleitfaden, 5. Auflage, München
- FAMA, EUGENE F. (1970):** Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, in: The Journal of Finance, 2/1970, 25. Jg., S. 383-417
- FOX, ALEXANDER (2010):** Die Bewertung von Content-Anbietern unter besonderer Berücksichtigung von Web 2.0, Wiesbaden
- FOX, ALEXANDER/WEIMAR, DANIEL (2012):** Wann sind Unternehmen vergleichbar? – Eine Analyse der Multiplikatormethode am Beispiel von Fußballunternehmen, in: Journal für Corporate Finance, Heft 7, S. 1-46

- HAARBECK, CHRISTOPH/KÖNIG, RAINER (2013):** Interdependenz von Due Diligence-Untersuchungen, Unternehmensbewertung und Unternehmenskaufvertrag, in: Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.), Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 7. Auflage, Stuttgart, S. 171-204
- HELBLING, CARL (2012):** Prozess der Unternehmensbewertung – Teil D: Due Diligence Review, in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Auflage, Herne/Berlin, S. 243-252
- HERING, THOMAS (2000):** Konzeptionen der Unternehmensbewertung und ihre Eignung für mittelständische Unternehmen, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 5/2000, 52. Jg., S. 433-453
- HILLEBRANDT, FRANCA (2001):** Multiplikatorverfahren, in: Die Betriebswirtschaft, 5/2001, 61. Jg., S. 618-621
- JORION, PHILIPPE/TALMOR, ELI (2001):** Value Relevance of Financial and Non Financial Information in Emerging Industries: The Changing Role of Web Traffic Data, Arbeitspapier Nr. 21, London Business School and University of California, Irvine
- KLEIN, KLAUS-GÜNTER/JONAS, MARTIN (2013):** Due Diligence und Unternehmensbewertung, in: Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.), Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 7. Auflage, Stuttgart, S. 149-170
- KOLLER, TIMOTHY M./GOEDHART, MARC/WESSELS, DAVID (2010):** Valuation: measuring and managing the value of companies, 5th edition, Hoboken (New Jersey)
- LANGGUTH, HEIKE (2008):** Kapitalmarktorientiertes Wertmanagement: Unternehmensbewertung, Unternehmenssteuerung und Berichterstattung, München
- LÖHNERT, PETER/BÖCKMANN, ULRICH (2012):** Bewertungsverfahren – Teil F: Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung, in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Auflage, Herne/Berlin, S. 679-701
- MANDL, GERWALD/RABEL, KLAUS (1997):** Unternehmensbewertung: Eine praxisorientierte Einführung, Wien
- MATSCHKE, MANFRED J. (1979):** Funktionale Unternehmensbewertung. Band II: Der Arbitriumwert der Unternehmung, Wiesbaden
- MATSCHKE, MANFRED J./BRÖSEL, GERRIT (2013):** Unternehmensbewertung: Funktionen – Methoden – Grundsätze, 4. Auflage, Wiesbaden
- MODIGLIANI, FRANCO/MILLER, MERTON H. (1958):** The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, in: The American Economic Review, 3/1958, 48. Jg., S. 261-297
- MODIGLIANI, FRANCO/MILLER, MERTON H. (1963):** Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, in: The American Economic Review, 3/1963, 53. Jg., S. 433-443
- MOXTER, ADOLF (1983):** Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Auflage, Wiesbaden
- PEEMÖLLER, VOLKER H. (2012):** Grundlagen der Unternehmensbewertung – Teil A: Wert und Werttheorien, in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Auflage, Herne/Berlin, S. 1-15



- PEEMÖLLER, VOLKER H./MEISTER, JAN M./BECKMANN, CHRISTOPH (2002):** Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung, in: Der Finanzbetrieb, 4/2002, 4. Jg., S. 197-209
- PERRIDON, LOUIS/STEINER, MANFRED/RATHGEBER, ANDREAS W. (2012):** Finanzwirtschaft der Unternehmung, 16. Auflage, München
- RAPPAPORT, ALFRED (1999):** Shareholder Value: Ein Handbuch für Manager und Investoren, 2. Auflage, Stuttgart
- SANFLEBER-DECHER, MARTINA (1992):** Unternehmensbewertung in den USA, in: Die Wirtschaftsprüfung, 20/1992, 45. Jg., S. 597-603
- SCHULTZE, WOLFGANG (2003):** Methoden der Unternehmensbewertung, 2. Auflage, Düsseldorf
- SCHWETZLER, BERNHARD (2003):** Probleme der Multiple-Bewertung, in: Der Finanzbetrieb, 2/2003, 5. Jg., S. 79-90
- SCHWETZLER, BERNHARD/WARFSMANN, JÜRGEN (2005):** Enterprise-Value/Umsatz-Multiplikator und Non-Financial Multiples, in: Krolle, Sigrid/Schmitt, Günter/Schwetzler, Bernhard (Hrsg.), Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung: Anwendungsbereiche, Problemfälle, Lösungsalternativen, Stuttgart, S. 48-57
- SEPPELFRICKE, PETER (1999):** Moderne Multiplikatorverfahren bei der Aktien- und Unternehmensbewertung, in: Der Finanzbetrieb, 10/1999, 1. Jg., S. 300-307
- SEPPELFRICKE, PETER (2012):** Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung: Bewertungsverfahren, Unternehmensanalysen, Erfolgsprognosen, 4. Auflage, Stuttgart
- STEINER, MANFRED/BRUNS, CHRISTOPH/STÖCKL, STEFAN (2012):** Wertpapiermanagement: Professionelle Wertpapieranalyse und Portfoliostrukturierung, 10. Auflage, Stuttgart
- TRUEMAN, BRETT/WONG, M. H. FRANCO/ZHANG, XIAO-JUN (2000):** The Eyeballs Have It: Searching for the Value in Internet Stocks, in: Journal of Accounting Research, 3/2000, 38. Jg., S. 137-162
- VOLK, GERIT (2012):** Bewertung im Rahmen des „Going Public“, in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Auflage, Herne/Berlin, S. 963-979
- WAGNER, THOMAS (2005):** Konzeption der Multiplikatorverfahren, in: Krolle, Sigrid/Schmitt, Günter/Schwetzler, Bernhard (Hrsg.), Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung: Anwendungsbereiche, Problemfälle, Lösungsalternativen, Stuttgart, S. 5-19
- WALLMEIER, MARTIN (1999):** Kapitalkosten und Finanzierungsprämissen, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 12/1999, 69. Jg., S. 1473-1490
- WIRTZ, BERND W. (2001):** Electronic Business, 2. Auflage, Wiesbaden
- WULLENKORD, AXEL (2000):** New Economy Valuation - Moderne Bewertungsverfahren, in: Der Finanzbetrieb, 7-8/2000, 2. Jg., S. 522-527



## **Bisher in der Reihe „Schriften zur Finanzwirtschaft“ erschienene Arbeitspapiere:**

**Niederöcker, B.:** Die Bedeutung von Business Angels für die Innovationsfinanzierung deutscher Unternehmen. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 1, TU Ilmenau, 2000.

**Trost, R.; Stelzer, D.; Dechant, H.:** Ein Bewertungsansatz für Geschäftsmodelle der digitalen Ökonomie – dargestellt am Beispiel Application Service Providing (ASP). Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 2, TU Ilmenau, 2003.

**Schonert, B.:** Das europäische Emissionshandelssystem aus Anlegerperspektive. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 3, TU Ilmenau, 2006.

**Trost, R.:** Berechnungsformeln für den Unternehmenswert unter der Annahme der Teilausschüttung. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 4, TU Ilmenau, 2006.

**Fox, A.; Hocker, R.-M.; Peetz, S.:** Alternativen bei der Spielfilmfinanzierung in Deutschland. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 5, TU Ilmenau, 2007.

**von Heßling, W.:** Finanzinstrumente des Devisenmarktes. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 6, TU Ilmenau, 2009.

**Weimar, D.; Fox, A.:** Die Bewertung deutscher Fußballunternehmen mit Hilfe der Multiplikatormethode. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 7, TU Ilmenau, 2010.

**von Heßling, W.:** Konzepte der traditionellen Wechselkursstheorie. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 8, TU Ilmenau, 2010.

**Fox, A.:** Wie viel Mittelstand steckt in Mittelstandsanleihen?. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 9, TU Ilmenau, 2012.

**Heim, S.:** Erklärungsansätze für die Finanzkrise aus dem Bereich der Behavioral Finance. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 10, TU Ilmenau, 2013.

**Fox, A.; Heim, S.:** Nicht-Finanzmultiplikatoren in der Unternehmensbewertung – Eine Alternative zu Finanzmultiplikatoren?. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 11, TU Ilmenau, 2013.

Technische Universität Ilmenau  
Fakultät für Wirtschaftswissenschaften  
Finanzwirtschaft/Investition  
PF 10 05 65  
98684 Ilmenau