



Strategie. Management. Leadership.

Community Suche

RSS Mobile Newsletter

Registrieren
Neues Passwort anfordern

Themen ▾
Karriere
Whitepaper
Stellenmarkt
Assessments
Top 500

Unternehmensbewertung

Endwertmultiplikator am Beispiel



© privat

Stefan Gros stellte im vorherigen Beitrag einen neuartigen Endwertmultiplikator vor, welcher der ewigen Rente überlegen ist. Hier nun die Berechnung am Beispiel.

15. Sep 2014
von [Stefan Gros](#)






Mit Unterstützung von [Cornelius Grundmann](#).

Der im ersten Teil dieser Serie (*Empirische Endwertmultiplikatoren*) beschriebene, neuartige Endwertmultiplikator kann durch 4 Schritte entwickelt werden.



Im Folgenden wird an einem vereinfachten Beispiel das Vorgehen skizziert. Betrachtet wird ein Unternehmen, die X AG, das am Kapitalmarkt gelistet ist.

1. Schritt: Detailplanungsphase

Im ersten Schritt muss eine Detailplanungsphase für die X AG erstellt werden. Hierfür wird ein Zeitraum von 3 Perioden herangezogen. Für die Schätzung der erwarteten Cashflow können unter anderem Analystenerwartungen verwendet werden. Daraus ergibt sich folgende Detailplanung für 3 Perioden:



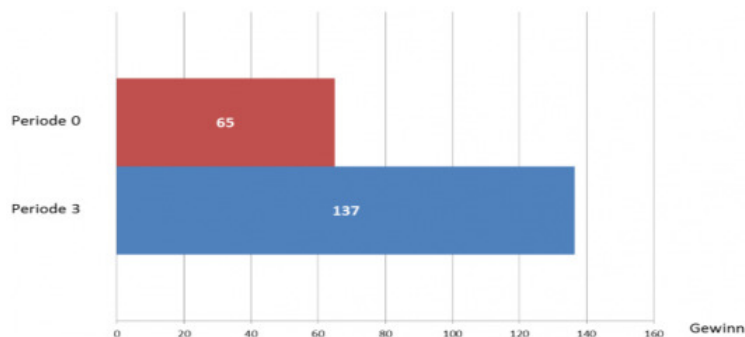
Für eine spätere Abzinsung der [Cashflows](#) wird von Kapitalkosten in Höhe von $k = 10\%$ ausgegangen.

2. Schritt: Multiplikatoren zum Bezugszeitpunkt $t = 0$

Im ersten Teil dieser Serie wurde ein Zusammenhang zwischen einem Multiplikator in $t = 0$ und dem Phasenmodell zur Bewertung eines Unternehmens dargestellt:

$$M_0 = \frac{\sum_{t=1}^T E[CF_t](1+k)^{-t}}{X_0} + M_T \left(\frac{E[X_T](1+k)^{-T}}{X_0} \right)$$

Auf Grund der Marktkapitalisierung der X AG kann der Multiplikator durch das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) beziehungsweise durch das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) direkt bestimmt werden. Im Folgenden wird der Endwertmultiplikator auf Grundlage des KGV entwickelt. Das zugrunde liegende KGV liegt bei. Des Weiteren wird die Bezugsbasis (Gewinn) für $t = 0$ und $t = 3$ benötigt:



3. Schritt: Entwicklung des Endwertmultiplikator

Auf Grundlage der Detailplanung, des Multiplikators sowie der Bezugsbasen kann nun eine implizite Kalkulation des Endwertmultiplikators stattfinden. Um ein besseres Verständnis zu erlangen, wird die obige Formel aufgebrochen, um die einzelnen Elemente separat zu berechnen. Für die Detailplanung ergibt sich folgender Wert V_{DP} :

$$V_{DP} = \frac{75}{(1+0.1)^1} + \frac{79}{(1+0.1)^2} + \frac{79}{(1+0.1)^3} = 192$$

Im Anschluss kann der Endwertmultiplikator M_T ermittelt werden:

$$M_0 = \frac{\sum_{t=1}^T E[CF_t](1+k)^{-t}}{X_0} + M_T \left(\frac{E[X_T](1+k)^{-T}}{X_0} \right)$$

$\frac{192}{65} = 3$

$\frac{137 * 1.1^{-3}}{65} = 2$

Durch eine implizite Umstellung erhält man einen Endwertmultiplikator von $M_T = 6$.

4. Schritt: Regressionsanalyse für nicht börsenorientierte Unternehmen

Die Vorgehensweise zeigt, dass es möglich ist, für ein börsennotiertes Unternehmen den neuartigen Endwertmultiplikator zu entwickeln. Diese Tatsache kann herangezogen werden, um Multiplikatoren für Unternehmen zu finden, die nicht am Kapitalmarkt gelistet sind. Dabei wird der Endwertmultiplikator für eine Reihe von börsennotierten Unternehmen ermittelt, um

daraus mithilfe einer Regressionsanalyse einen Multiplikator über diese Datenreihe zu finden. Dies kann durch Indizes oder *Peer Groups* geschehen. Der Multiplikator kann schließlich bei einer Bewertung eines privat gehaltenen Unternehmens herangezogen werden, sodass auch bei diesem die zu schätzenden Parameter auf die Detailphase beschränkt sind.

Zusammenfassen kann festgehalten werden, dass der beschriebene Endwertmultiplikator einer ewigen Rente überlegen ist. Verschiedene Vergleichsstudien zeigen, dass die neuartige Vorgehensweise zu einer deutlichen Verbesserung der Bewertungsqualität führen. Diese wird durch geringere Bewertungsfehler dargestellt. Zudem ist es möglich eine vom Endwert losgelöste Detailplanung zu modellieren, welche somit offen für individuelle Adjustierungen ist.

Spannend ist die Frage, ob und wie diese Methode in der Praxis zur Anwendung kommen kann. Die gegebenen Freiheiten bei der Detailplanung können zu besseren Bewertungen bei LBO- oder Restrukturierungsprojekten führen, da in diesem Zusammenhang oftmals einige Anpassungen im Bewertungssystem vorgenommen werden müssen. Fraglich ist jedoch, wie hoch der Aufwand bei einer solchen Anwendung ist. Dieser wird durch die Analyse einer großen Anzahl von Unternehmen getrieben, welche notwendig ist, um daraus einen Multiplikator zu regressieren.

Die Serie im Überblick:

- [Unternehmensbewertung - Teil 1: Empirische Endwertmultiplikatoren](#) (8. September 2014)
- [Unternehmensbewertung - Teil 2: Endwertmultiplikator am Beispiel](#) (15. September 2014)



Stefan Gros ist gegenwärtig als CRO/CFO der [juwi AG](#) tätig.

Weitere Beiträge von Stefan Gros:

- [Unternehmensbewertung: Free Cash Flow to the Firm vs. to Equity](#) (14. Nov 2012)
- [Operative Performance-Messung](#) (1. August 2012)
- [Unternehmen bewerten heißt vergleichen](#) (16. Juli 2012)
- [Wettbewerbsvorteile berücksichtigen](#) (13. Juni 2012)
- [Discounted-Cash-Flow-Verfahren favorisiert](#) (30. Mai 2012)
- [Ein Unternehmenswert, viele Methoden](#) (14. Mai 2012)
- [Value based Management](#) (17. April 2012)
- [Working Capital optimieren](#) (29. März 2010)

Newsletter bestellen und ein Apple iPhone 5c gewinnen!