

# Unternehmensbewertungen

## Leitfaden für Unternehmens- bewertungen im Aktien- research

DVFA Kommission  
Unternehmensanalyse

Oktober 2018

Deutsche Vereinigung für  
Finanzanalyse und Asset Management  
Der Berufsverband der Investment Professionals





## Leitfaden für Unternehmensbewertungen im Aktienresearch

### Bewertungsverfahren und Definition bewertungsrelevanter Größen

Die Bewertung eines Unternehmens sollte grundsätzlich mit Hilfe von mindestens zwei unterschiedlichen Bewertungsverfahren erfolgen (etwa Multiple-Bewertung, Bewertung durch Diskontierungsverfahren). Auf Branchenspezifika ist dabei gesondert einzugehen. Die Marktbewertung basierend auf Multiplikatorverfahren und die Bewertung durch Diskontierungsverfahren können ebenso auf die einzelnen Geschäftseinheiten/ Segmente angewandt werden („sum-of-the parts“-Bewertung).

#### **1. Angaben im Fall der separaten Bewertung von verschiedenen Unternehmensteilen**

Werden verschiedene Unternehmensteile mit Hilfe von verschiedenen Methoden bewertet bzw. auf diese Unternehmensteile innerhalb eines bestimmten Bewertungsverfahrens unterschiedliche Parameter (Kapitalkosten, KGVs etc.) angewendet, so sind alle zur separaten Bewertung notwendigen Informationen für die entsprechenden Unternehmensteile einzeln zu veröffentlichen.

#### **2. Peer Group bei Multiple-Bewertung**

Die für die Multiple-Bewertung herangezogenen Vergleichsunternehmen (Peer Group) sind einzeln aufzulisten und kurz zu beschreiben. Dabei ist jeweils auch eine Aussage über den Grad der Vergleichbarkeit der Geschäftsmodelle der Unternehmen zu machen. Sind ein oder zwei Unternehmen der Peer Group dem zu bewertenden Unternehmen besonders ähnlich („Closest Comparable“), dann kann/sollte eine separate Bewertung, basierend auf den entsprechenden Multiplikatoren, durchgeführt werden.

Enthält die Vergleichsgruppe Unternehmen, die in anderen Ländern und/oder an anderen Börsensegmenten notiert sind, so ist dies kenntlich zu machen. Zur Orientierung der Anleger sollten, so verfügbar und nach Möglichkeit, die durchschnittlichen Multiples der entsprechenden Märkte angegeben werden. Die Vergleichsgruppe sollte mindestens 5 Unternehmen umfassen; wird diese Zahl unterschritten, ist eine Begründung dafür anzugeben. Die Aggregationsmethode der Multiplikatoren muss transparent gemacht werden. Extremwerte können ausgeblendet werden, wobei kenntlich gemacht werden sollte, welche Peers dies betrifft.

### 3. Verwendete Überschussgröße bei Multiple-Bewertung

Ausgangspunkt für die Bewertung anhand von Multiples ist der Konzernabschluss. Abweichungen sind zu begründen.

Wird die Multiple-Bewertung auf der Basis von Überschussgrößen (EBIT, EBITDA, EPS etc.) vorgenommen, ist die verwendete Überschussgröße (Ergebnis lt. IAS, - lt. GAAP, Ergebnis nach DVFA/SG) kenntlich zu machen. Treten besondere oder außerordentliche Vorgänge mit Ergebniswirkung auf, so ist ihre Behandlung bei der Ermittlung des bewertungsrelevanten Überschusses und die daraus resultierende Wirkung zu publizieren. Dabei gilt der Grundsatz der Wesentlichkeit.

Kenntlich zu machen sind

- die Behandlung der Kosten des Börsengangs bei Erstemissionen
- aktivierte Entwicklungskosten und Eigenleistungen und darauf entfallende Abschreibungen
- die Ergebniswirkungen aus Rechtsformumwandlungen
- die Behandlung von ggf. vorhandenen Verlustvorträgen
- die Behandlung von ggf. durchgeführten Goodwill-Abschreibungen
- die Behandlung von ggf. durchgeführten Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände
- die Ergebnisse eines durchgeführten Impairment-Tests
- die Ergebniswirkungen einer Veränderung der Ausschüttungsquote und dadurch ausgelöster Steuerwirkungen
- die Behandlung/Berücksichtigung von Stock-Options-Programmen
- die Behandlung/Berücksichtigung von Aktienrückkaufprogrammen.

Für die Bewertung über Multiples sind die Überschussgrößen bzw. Multiples von mindestens zwei aufeinanderfolgenden künftigen Geschäftsjahren heranzuziehen. Liegt der Bewertungszeitpunkt im I. oder II. Quartal, dann sollten die geschätzten Überschüsse des laufenden und des nächsten Geschäftsjahres herangezogen werden. Wird die Bewertung im III. oder IV. Quartal durchgeführt, sollten die Ergebnisschätzungen des nächsten und des übernächsten Geschäftsjahres herangezogen werden. Abweichungen von diesem Vorgehen sind zu begründen. Bei der Multiple-Bewertung ist die unterstellte Anzahl der Aktien anzugeben.

### 4. Verwendete Multiplikatoren bei Multiple-Bewertung

Grundsätzlich ist für jedes Unternehmen die zur Ermittlung des Multiples herangezogene absolute Überschussgröße und die entsprechende absolute Preisgröße (mit Angabe des gewählten Stichtages sowie des Schlusskurses) zu publizieren. Dabei ist die Quelle für die verwendeten Daten (z.B. IBES) kenntlich zu machen. Bei unterschiedlichen Geschäftsjahren ist die Bewertungsanpassung offen zu legen. Anzugeben ist auch das verwendete Zentralmaß (Median, Durchschnittswert, gewichteter Durchschnittswert, um Extremwerte bereinigter Durchschnitt etc.).

### 5. Besonderheiten bei einer Enterprise Value-Bewertung

Werden Multiples zur Wertermittlung auf Gesamtkapitalbasis verwendet, sind vom ermittelten Unternehmensgesamtwert die Nettoschulden (Net Debt) abzuziehen. Bei der Ermittlung des Net Debt ist deutlich zu machen, welche Aktiv- und Passivpositionen einbezogen wurden und auf welchen Zeitpunkt sich die Ermittlung bezieht.

## 6. Bewertung durch Diskontierungsverfahren (DCF-, Ertragswertmethode)

### 6.1. Verwendete Überschussgrößen

#### 6.1.1. Allgemeines

Wird der Unternehmenswert durch die Diskontierung von zukünftigen Überschüssen errechnet, so muss die zur Bewertung herangezogene Zeitreihe von Überschüssen in der Studie explizit dargestellt werden. Die Ermittlung der zur Bewertung herangezogenen Überschüsse muss nachvollziehbar und transparent sein. Dabei ist anzugeben, welche Steuern bei der Diskontierung berücksichtigt werden (Unternehmenssteuern, Investorensteuern, etc.)

#### 6.1.2. Cashflow to Equity

Wird zur Bewertung ein DCF-Modell verwendet, das den Unternehmenswert als Marktwert des Eigenkapitals direkt über den Flow to Equity-Ansatz berechnet, ist die verwendete Cashflow-Definition, insbesondere die ggf. durchgeführte Einbeziehung von Veränderungen der Finanzschulden, deutlich zu machen.

#### 6.1.3. Entity-Cashflow

Verwendet der Finanzanalyst ein DCF-Entity-Modell, das zunächst den Unternehmensgesamt- wert und anschließend den Wert des Eigenkapitals durch Abzug des Fremdkapitals ermittelt, ist die zur Wertermittlung abgezogene Fremdkapitalgröße zu erläutern. Dabei ist kenntlich zu machen, ob es sich um eine Brutto- oder eine Nettogröße (Gross Debt oder Net Debt) handelt, welche Fremdkapitalpositionen einbezogen wurden und ob Marktwerte oder Nominalwerte herangezogen werden.

Bezüglich der verwendeten Cashflow-Definition ist transparent zu machen, ob die Bewertung mit dem Entity-WACC-Ansatz (Weighted Average Cost of Capital) oder dem Entity-DUK-Ansatz (Durchschnittliche Unternehmens-Kapitalkosten) erfolgte.

## 6.2. Kapitalkosten

### 6.2.1. Allgemeines

Der zur Diskontierung der Überschüsse herangezogene Zinsfuß muss in der Studie kenntlich gemacht werden. Dabei ist ebenfalls anzugeben, ob der Diskontierungssatz als Eigenkapitalkostensatz oder als durchschnittlicher Kapitalkostensatz zu verstehen ist.

Wird der Diskontierungszinsfuß im Zeitablauf verändert, so ist diese Veränderung zu begründen.

### 6.2.2. Fremdkapitalkosten

Die im Bewertungsmodell verwendeten Fremdkapitalkosten sind anzugeben. Weist das zu bewertende Unternehmen in größerem Umfang Pensionsrückstellungen, sonstige Rückstellungen oder andere „unverzinsliche“ Fremdkapitalpositionen (z.B. erhaltene Anzahlungen) auf, so ist anzugeben, ob und wenn ja, auf welche Weise diese Finanzierungsquellen in das Bewertungskonzept bzw. die Kapitalkostenbestimmung einbezogen werden. Werden bei den Fremdkapitalkosten Risikoaufschläge einbezogen, so sind diese zu begründen.

### 6.2.3. Eigenkapitalkosten

Grundsätzlich sind die für die Wertermittlung verwendeten Eigenkapitalkosten kenntlich zu machen und zu begründen. Werden die Eigenkapitalkosten aus mehreren Bestandteilen zusammengefügt (Basiszins, Risikozuschlag), so ist jeder Bestandteil zu publizieren.

Bei der Wahl des Basiszinsfußes ist die verwendete Bezugsgröße anzugeben und darzulegen, ob es sich um einen Stichtagszins oder einen durchschnittlichen Zinssatz handelt. Für einen ggf. verwendeten Risikozuschlag gilt allgemein, dass seine Herleitung zu erläutern und die Höhe zu begründen ist.

Verwendet die Studie das CAPM (Capital Asset Pricing Model) zur Bewertung, so sind folgende Angaben zu machen:

- die Risikoprämie des Kapitalmarkts. Es ist kenntlich zu machen, ob es sich um die Schätzung des aktuellen Werts oder um die Verwendung von Durchschnittswerten aus der Vergangenheit handelt. Die Quelle für die verwendete Schätzung ist offen zu legen. Werden Vergangenheitswerte verwendet, so ist der zugrunde gelegte Zeitraum für die Berechnung der Prämie anzugeben.
- der Beta-Faktor des Unternehmens. Die verwendete Größe und ggf. die Herleitung ist zu erläutern und die Quelle der Zahlen kenntlich zu machen. Bei der Verwendung von Branchen-Betas sollte explizit eine Aussage darüber gemacht werden, ob es sich um Asset Betas oder um Equity Betas handelt.

### 6.2.4. Durchschnittliche Kapitalkosten

Die Bestimmung von ggf. zur Bewertung verwendeten durchschnittlichen Kapitalkosten ist transparent und nachvollziehbar zu publizieren.

Neben den einbezogenen Eigen- und Fremdkapitalkosten sind auch die für die Zusammenfassung verwendeten Gewichte als anteilige Werte des Eigen- und des Fremdkapitals am Gesamtkapital zu publizieren. Dabei ist anzugeben, ob sich die Gewichte als anteilige Markt- oder Buchwerte verstehen und ob es sich um tatsächliche Kapitalstrukturen oder um Zielkapitalstrukturen handelt.

### 6.2.5. Ermittlung des Terminal Value

Für die Ermittlung des Terminal Value ist sowohl der verwendete Kapitalkostensatz als auch eine ggf. verwendete Wachstumsrate explizit auszuweisen. Wird eine positive Wachstumsrate unterstellt, so ist diese zu begründen.

Der Anteil des Terminal Value am gesamten Unternehmenswert ist auszuweisen.

## 7. Bewertung mit Übergewinnverfahren (EVA, Economic Profit)

Für die verwendeten Kapitalkosten gelten die gleichen Anforderungen wie für die DCF- Modelle. Für die verwendete Kapitaleinsatzgröße sind Angaben über deren Ermittlung, insbesondere über Art und Umfang der Anpassungen (Conversions), z. B. die Aktivierung von F&E-Aufwendungen, erforderlich. Die Auswirkungen der Anpassungen auf die späteren Ergebnisgrößen, z.B. über die Abschreibung von aktivierten F&E-Aufwendungen, sind ebenfalls transparent zu machen.

## 8. Stock-Options-Programme

Bei vorhandenen Stock-Options- oder ähnlichen Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen ist bei der Bewertung die Einbeziehung/Nichteinbeziehung zu erläutern.

## 9. Besonderheiten bei der Kapitalbeschaffung

Im Falle von Maßnahmen zur Kapitalbeschaffung sind konkrete Angaben über die Verwendung der gewonnenen Mittel zu machen. Zunächst sollte das geschätzte Volumen des Mittelzuflusses angegeben werden. Die Aufteilung der Mittel nach unterschiedlichen Verwendungszwecken kann absolut oder in Prozent erfolgen. Als Mindestanforderung für die Aussagen über die Mittelverwendung gilt folgende Einteilung:

- geplante Rückzahlung von Verbindlichkeiten
- geplante Finanzierung des Wachstums im Kerngeschäft, z.B. für zusätzliche Kapitalbindung im Umlaufvermögen oder Finanzierung von neu zu gründenden ausländischen Tochtergesellschaften
- geplante Finanzierung von Wachstum durch Akquisitionen

Dabei wird bezüglich des letzten Punktes dem berechtigten Schutzinteresse des Unternehmens dadurch Rechnung getragen, dass genauere Angaben über die zukünftig geplanten Akquisitionen unterbleiben können. Die Verwendung der zugeflossenen Mittel ist mit Hilfe einer Kapitalflussrechnung deutlich zu machen. Für die Einbeziehung des Mittelzuflusses in die Ermittlung von bewertungsrelevanten Überschüssen gilt folgende Regelung:

- Die Rückzahlung von Verbindlichkeiten und die Finanzierung des Wachstums im Kerngeschäft gelten als Maßnahmen, die im Regelfall konkret geplant sind. Die Ertrags- und Cashflow-Wirkungen dieser Maßnahmen (Ersparnis an Zinszahlungen bzw. Zuwachs an Umsatzerlösen) dürfen bei der Planung der zukünftigen GuV bzw. des Finanzplans einbezogen werden. Konkret geplante und zum Bewertungszeitpunkt bereits eingeleitete Akquisitionen dürfen nur dann in die Planung einbezogen werden, wenn der Kaufvertrag unterzeichnet ist.
- Ist eine Mittelverwendung zur Kredittilgung oder zur Wachstumsfinanzierung nicht vorgesehen und sind angestrebte Akquisitionen noch nicht hinreichend genug konkretisiert, um ihre Ertragswirkungen direkt in die Planung einzubeziehen, dann sind die gewonnenen Mittel als Wertpapierbestand in die Planung aufzunehmen. Dabei ist anzugeben, mit welchem Anlagezinssatz in der Planung gerechnet wird. Die entsprechend erzielten Zinserträge sind gesondert kenntlich zu machen.

## Die Mitglieder der DVFA Kommission Unternehmensanalyse

Peter-Thilo Hasler, CEFA | Sphene Capital GmbH

Mark Kahlenberg | Scherzer & Co. Aktiengesellschaft

Dr. Bodo Kesselmeier | ANUBO GmbH

Ralf Müller-Rehbehn, CEFA | AMF Capital AG

Roger Peeters, CEFA | pfp|ADVISORY GmbH

Volker Sack | NORD/LB Norddeutsche Landesbank

Marion Scherzinger

Thomas Schießle | Equi.TS GmbH

Christoph Schlienkamp, Leiter | Bankhaus Lampe KG

Kay Bommer, Observer | DIRK e.V.

## DVFA e.V. – Der Berufsverband der Investment Professionals

Der DVFA e.V. ist die Landesorganisation aller Investment Professionals in den deutschen Finanz- und Kapitalmärkten. Unsere 1.400 Mitglieder repräsentieren die Vielfalt des Investment- und Risikomanagements in Deutschland. Wir engagieren uns für die Professionalisierung des Investment-Berufsstandes, erarbeiten Standards und fördern den Finance-Nachwuchs. Unser Netzwerk bringt Praktiker und Theoretiker sämtlicher Investmentdisziplinen unter dem DVFA Dach zusammen.

Der Verband ist international verankert. Er ist Mitglied von EFFAS - European Federation of Financial Analysts Societies mit über 17.000 Investment Professionals europaweit, und auch Mitglied bei der ACIIA - Association of Certified International Investment Analysts, einem Netzwerk mit 100.000 Investment Professionals weltweit.

## Kontakt DVFA Mitgliedschaft

Mirka Kučerová  
Leiterin Verbandsgeschäftsstelle

DVFA e.V.  
Mainzer Landstraße 47a  
60329 Frankfurt am Main  
Tel.: 069/50 00 42 31 55  
mku@dvfa.org  
www.dvfa.de

## IMPRESSUM

Herausgeber: DVFA e.V.  
V.i.S.d.P.: Ralf Frank

Amtsgericht Frankfurt am Main  
VR 8158

© 2018 DVFA e.V.

Das Werk ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der DVFA unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Bearbeitung in elektronischen Systemen.

## KONTAKT

DVFA e.V.  
Mainzer Landstraße 47a  
60329 Frankfurt am Main  
Tel.: 069/50 00 42 30  
[info@dvfa.org](mailto:info@dvfa.org)  
[www.dvfa.de](http://www.dvfa.de)