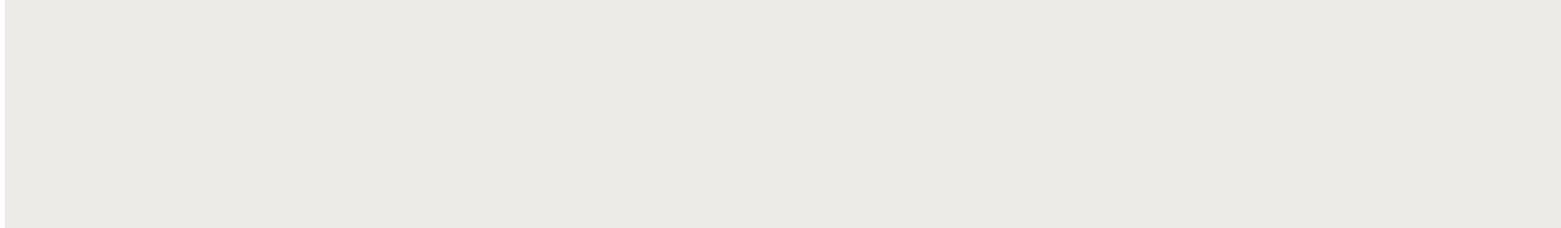




Bankhaus Lampe



## Bankhaus Lampe

DIRK-Jahreskonferenz 2017

**IR Basics – Grundlagen Unternehmensbewertung**

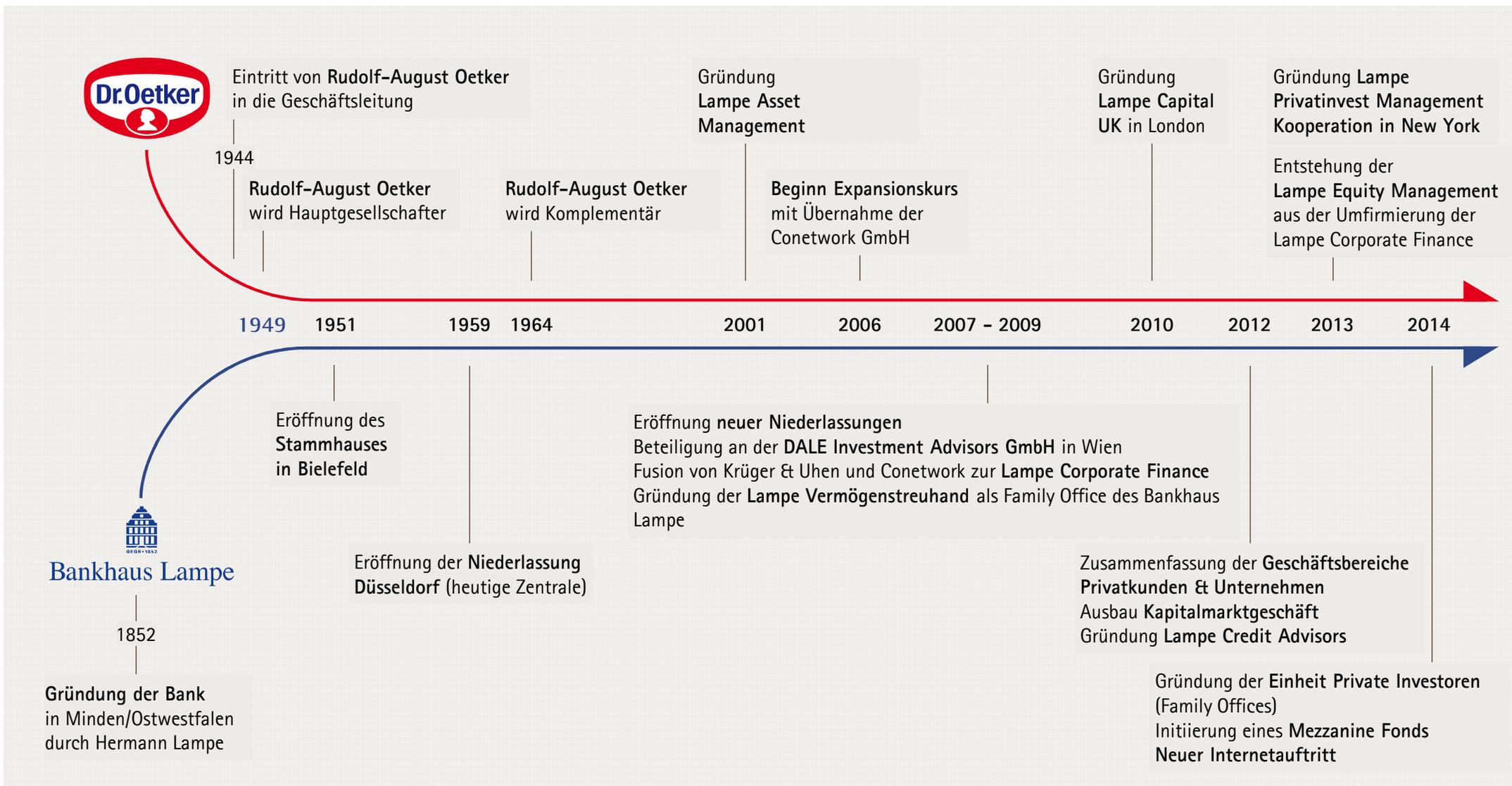
Christoph Schlienkamp  
Frankfurt

12. Juni 2017



Bankhaus Lampe stellt sich vor	2
Der typische Investor	8
Prinzipien der Rechnungslegung	10
Mythos Unternehmensbewertung	17

# Bankhaus Lampe ist ein Unternehmen der Oetker-Gruppe. Zwei Unternehmen, die zusammenpassen – verbunden seit 1949



# Die Oetker-Gruppe ist ein diversifiziertes Unternehmen mit eigenständigen Geschäftsbereichen und starken Marken

## Nahrungsmittel



## Bier | alkoholfreie Getränke



## Sekt | Wein | Spirituosen



## Bank



Bankhaus Lampe

## Schifffahrt



## Weitere Interessen



BRENNERS PARK-HOTEL & SPA  
BADEN-BADEN

## Informationen zur Oetker-Gruppe zum 31.12.2015

Unternehmen	Umsatz in Mio. €	Eigenkapital in Mio. €	Bilanzsumme in Mio. €	Mitarbeiter
417 (davon 177 im Ausland)	12.226 (davon 67,7% im Ausland)	3.613	8.812	30.787

# Die Geschäftsführung der Bank trägt Verantwortung und bietet langjährige Erfahrung zum Wohl des Kunden

## Persönlich haftende Gesellschafter



Prof. Dr. Stephan Schüller  
Sprecher



Dr. Nicolas Blanchard



Ute Gerbaulet



Werner Schuster

## Mitglieder der Erweiterten Geschäftsleitung



Michael C. Maletzky



Frank-Peter Martin



Oliver Plaack

# Bankhaus Lampe konzentriert sich auf drei ausgewählte Zielgruppen und wird durch Tochtergesellschaften unterstützt



# Warum Bankhaus Lampe?

## Zusammenfassung

- Unser Haus verbindet die Unabhängigkeit, Seriosität und Individualität einer Privatbank mit der Professionalität, Flexibilität und Modernität im Kapitalmarktgeschäft
- Unsere Sales-Teams in Düsseldorf, Hamburg, München und London - mit insgesamt 39 Mitarbeiter/innen - betreuen deutsche und internationale institutionelle Investoren im Aktien-, Rentengeschäft und im Zins- und Währungsmanagement
- Wir bieten umfassendes volkswirtschaftliches Research sowie erstklassiges Aktien-Research mit Fokus auf deutsche Mid- und Small-Caps verbunden mit einem breiten Netzwerk in der Finanzbranche
- Die Berater in der hauseigenen Corporate Finance Einheit sowie der Tochtergesellschaft Lampe Corporate Finance unterstützen mit individuellen Finanzierungslösungen und ihrer Transaktionserfahrung die Unternehmensentwicklung
- Die Tochtergesellschaft Lampe Asset Management ergänzt das Leistungsspektrum um Beratung und Betreuung im Bereich der Publikums- und Spezialfonds und institutionelle Vermögensverwaltung
- Unsere hoch motivierten und fachkompetenten Teams bieten Ihnen eine langfristig orientierte Kapitalmarktpartnerschaft

Bankhaus Lampe stellt sich vor	2
Der typische Investor	8
Prinzipien der Rechnungslegung	10
Mythos Unternehmensbewertung	17

# Der typische Investor



Bankhaus Lampe stellt sich vor	2
Emittenten und Analysten	8
Prinzipien der Rechnungslegung	10
Mythos Unternehmensbewertung	17

# Prinzipien der Rechnungslegung

Insgesamt  
beruhen die IAS /  
IFRS auf den  
Prinzipien:

- der Unternehmensfortführung
- dem Grundsatz der Periodenabgrenzung
- der Verständlichkeit
- der (Entscheidungs-) Relevanz
- der Verlässlichkeit – der Vergleichbarkeit
- der zeitnahen Berichterstattung
- der Abwägung von Kosten und Nutzen
- der Abwägung der qualitativen Anforderungen an den Jahresabschluss

# Prinzipien der Rechnungslegung

Qualitative Anforderungen an den Jahresabschluss nach IAS / IFRS sind zudem Merkmale, durch die die im Abschluss erteilten Informationen für die Adressaten nützlich werden.

Die vier wichtigsten qualitativen Anforderungen sind:

- Verständlichkeit
- Relevanz
- Verlässlichkeit
- Vergleichbarkeit

Weitere Kriterien sind:

- Glaubwürdige Darstellung
- Beschränkungen für relevante und verlässliche Informationen

# Kennzahlenanalyse

## Grundsatz 1

Die in der Aktienanalyse verwandten Kennzahlen messen vor allem die Kapitalstruktur, Vermögensstruktur, die Liquidität und natürlich die Rentabilität einer Aktiengesellschaft.

## Grundsatz 2

Es ist immer die Gesamtheit aller Kennzahlen zu sehen; niemals darf nur eine einzige Kennzahl den Ausschlag über die Einschätzung einer Aktie oder eines Unternehmens geben.

## Grundsatz 3

Die Entwicklung der Kennzahlen ist im Zeitablauf zu sehen, niemals nur zu einem bestimmten isolierten Zeitpunkt. Die Verbesserung oder Verschlechterung der Kennzahlen auf der Zeitachse sagt oftmals mehr aus, als der Vergleich mit den Kennzahlen eines anderen Unternehmens.

# Fragen über Fragen

## Fragen im Zusammenhang mit der Bilanz

- Verfügt der Konzern über genügend Liquidität, zeitnah realisierbare Vermögenswerte oder Refinanzierungsmöglichkeiten, um die kurzfristigen Verpflichtungen zu begleichen?
- Welche Wertberichtigungen wurden für Bonitätsrisiken auf Debitoren und für unverkäufliche Waren gemacht, und erscheinen diese angemessen?
- Gibt es wesentliche Aktiva, wie aktive latente Steuern beziehungsweise Geschäfts- oder Firmenwerte, deren Realisierbarkeit maßgeblich von der zukünftigen Entwicklung abhängt oder durch sie gefährdet ist?
- Bestehen Kreditvereinbarungen, die an finanzielle Kennzahlen geknüpft sind und deren Nichteinhaltung zu einer sofortigen Kündigung der Darlehen oder sonstigen Sanktionen führt (so genannte Financial Covenants)?
- Ist der Konzern wesentlichen Fremdwährungsrisiken ausgesetzt, und wie sichert er sich dagegen ab?
- Liegen ausstehende derivative Finanzinstrumente vor oder hat der Konzern spekulative Finanztransaktionen getätigt? Bestehen Rückkaufverpflichtungen, die bilanziell nicht abgebildet sind?
- Sind Eventualverpflichtungen – beispielsweise aus Rechts- oder Garantiefällen – vorhanden, welche die Finanzlage des Konzerns beeinträchtigen könnten?

# Fragen über Fragen

## Fragen im Zusammenhang mit der Erfolgsrechnung (GuV)

- Sind wesentliche nicht jährlich wiederkehrende Aufwendungen oder Erträge wie Zuführung zu Restrukturierungsrückstellungen, Wertminderungen, Gewinne oder Verluste (zum Beispiel aus dem Verkauf von Tochterunternehmen) zu verzeichnen, die den Vorjahresvergleich und die Nachhaltigkeit des ausgewiesenen Ergebnisses relativieren?
- Sind in der Erfolgsrechnung (etwa im Finanzergebnis) wesentliche, nicht realisierte Erträge oder Aufwendungen enthalten (beispielsweise Erträge oder Aufwendungen aus der Marktbewertung von Finanzinstrumenten, die zu Handelszwecken gehalten werden)?
- Haben sich die sonstigen betrieblichen Erträge und Aufwendungen wesentlich verändert, und falls ja, weshalb (zum Beispiel durch Auflösungen von Rückstellungen oder durch Gewinne/Verluste aus Anlagenabgängen etc.)?
- Wie verhält sich der ausgewiesene, effektive Steueraufwand zum erwarteten Steueraufwand des Konzerns? Worauf sind eventuelle wesentliche Veränderungen des Steueraufwands zurückzuführen?
- Bestehen Risiken, welche die Nachhaltigkeit des ausgewiesenen Ergebnisses oder gar die Fortführung des Konzerns gefährden könnten (zum Beispiel technologische Entwicklungen, Image- oder Qualitätsprobleme, Schadenfälle usw.)?

# Fragen über Fragen

## Fragen im Zusammenhang mit der Kapitalflussrechnung

- Wie hat sich der Zahlungsmittelzufluss aus dem operativen Geschäft entwickelt?
- Wie hat sich der Zahlungsmittelabfluss aus Investitionstätigkeit entwickelt? Welche Ausgabe gab es für Capex, welche für Akquisitionen?
- Wie hat sich der Free Cash-flow entwickelt?
- Welche Besonderheiten gab es mit Blick auf Veränderungen der Nettoverschuldung? Welche Kredite wurden zurückgezahlt, welche aufgenommen? Gab es Aktienrückkäufe? Welche Mittel mussten für Ausschüttungen aufgewendet werden?
- Welche Einflüsse hatten Wechselkursveränderungen auf den Zahlungsmittelbestand?
- Wie hat sich der Zahlungsmittelbestand insgesamt verändert?

## Fragen über Fragen

### Fragen bezüglich des Anhangs

- Wie lauten die Gründe für Änderungen der Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden?
- Sind durch Unternehmensakquisitionen hohe Geschäfts- oder Firmenwerte entstanden? Wodurch werden diese Goodwills gerechtfertigt? Welchen Ergebnisbeitrag hat das erworbene Unternehmen im laufenden Geschäftsjahr zum Konzernergebnis geleistet?
- Wie wurde die Wertminderung beziehungsweise der realisierbare Wert des Goodwills ermittelt, und worin liegen die Gründe für die Wertminderung?
- Besteht eine Gefahr der Überalterung und/oder der ungenügenden Rentabilität der Sachanlagen? Entspricht die Nutzungsdauer einer realistischen Einschätzung der Lebensdauer dieser Anlagen?
- Sind angemessene Rückstellungen für Garantiefälle, Prozessrisiken, Verlustaufträge, steuerliche Risiken etc. gebildet worden? Wurden Rückstellungen in größerem Umfang wieder aufgelöst?

Bankhaus Lampe stellt sich vor	2
Der typische Investor	8
Prinzipien der Rechnungslegung	10
Mythos Unternehmensbewertung	17

# Mythen ... Drei kurze Wahrheiten zur Unternehmensbewertung



„Valuation is not a science, but an art“  
- Aswath Damodaran

- 1 Es gibt keinen „wahren“ Wert, eine Bewertung ist immer durch die Perspektive des Bewertenden verzerrt und im höchsten Maße subjektiv
- 2 Komplexer ist nicht immer besser – nur weil eine Bewertung auf einem umfangreichen und komplexen Modell beruht, ist sie deswegen nicht „besser“ (wie auch immer definiert)
- 3 Wert ist nicht zwingend gleich Preis – Preise spiegeln neben dem zugrundeliegenden Wert auch Meinungen und Erwartungen von Investoren wider

# Übersicht Bewertungsverfahren

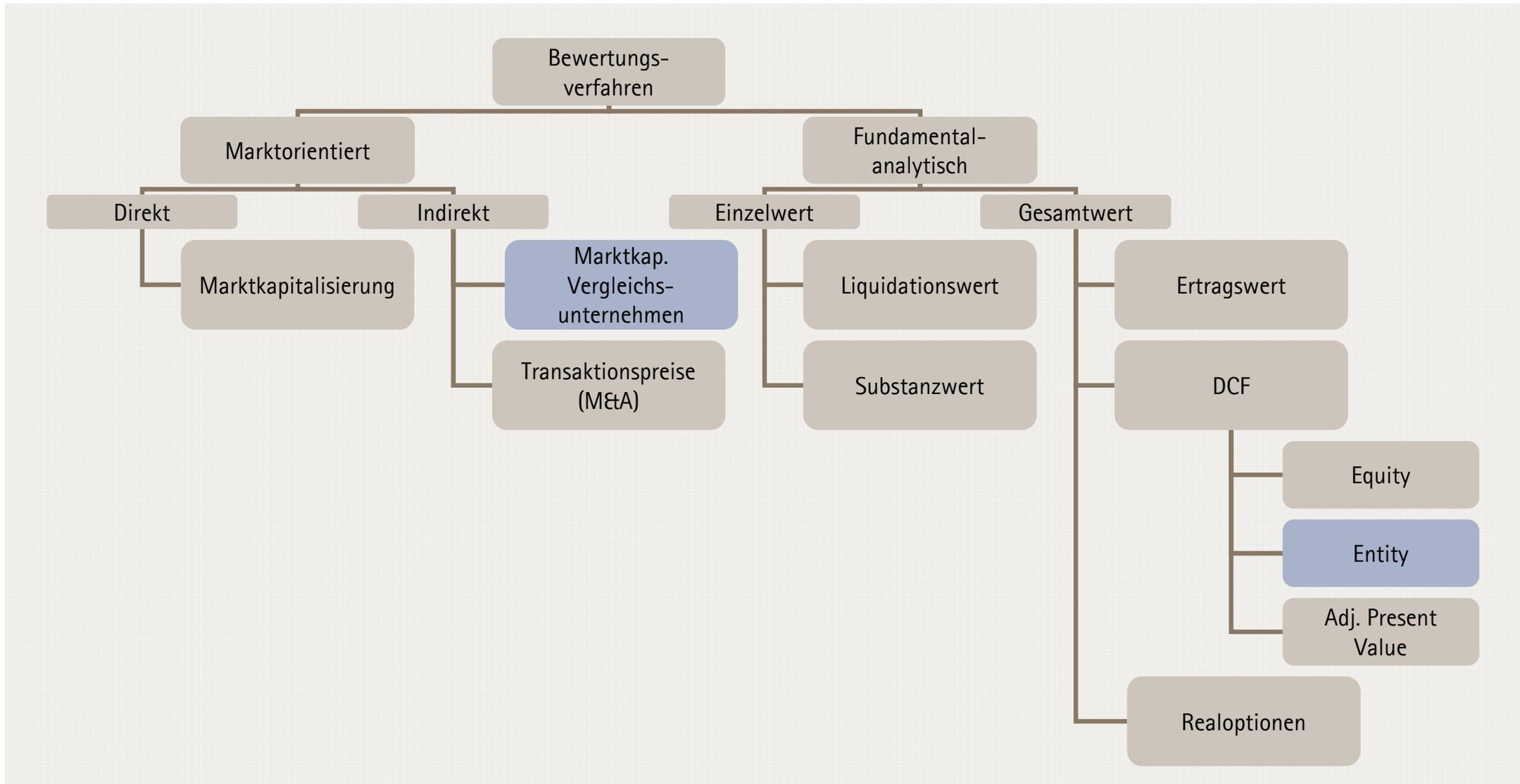
## A Fundamentalanalytische Unternehmensbewertung / Discounted-Cash-flow- (DCF) Verfahren

1. Grundlagen
2. Kapitalkosten
3. Schätzung von Cash-flows
4. Ermittlung des Barwertes

## B Marktorientierte Bewertung / Multiple Verfahren

1. Grundlagen
2. Kurs/Gewinn-Verhältnis
3. EV/Ergebnis oder EV/Cash-flow
4. Preis/Buchwert
5. Zusammenfassung

# Die unterschiedlichen Bewertungsansätze



# Die wichtigsten Bewertungsansätze

## Fundamentalanalytische Unternehmensbewertung / DCF-Verfahren

- Der Wert eines Vermögensgegenstandes richtet sich nach dem Barwert der erwarteten, zukünftigen Zahlungsströme aus dem Vermögensgegenstand

## Marktorientierte (oder Multiple) Bewertung

- Die Wertermittlung eines Vermögensgegenstandes ergibt sich aus der Bewertung / dem Preis eines vergleichbaren Vermögensgegenstandes relativ zu einer gebräuchlichen Variablen wie dem Ergebnis, Cash-flow, Buchwert oder Umsatz

# Fundamentalanalytische Bewertung

## Was ist das?

- Bei der DCF-Bewertung entspricht der Wert eines Vermögensgegenstandes dem Barwert seiner erwarteten, zukünftigen Zahlungsströme.

## Annahme

- Jeder Vermögensgegenstand hat einen inneren Wert, der auf Basis von Determinanten wie dem Cash-flow, der Wachstumsrate und dem Risiko geschätzt werden kann.

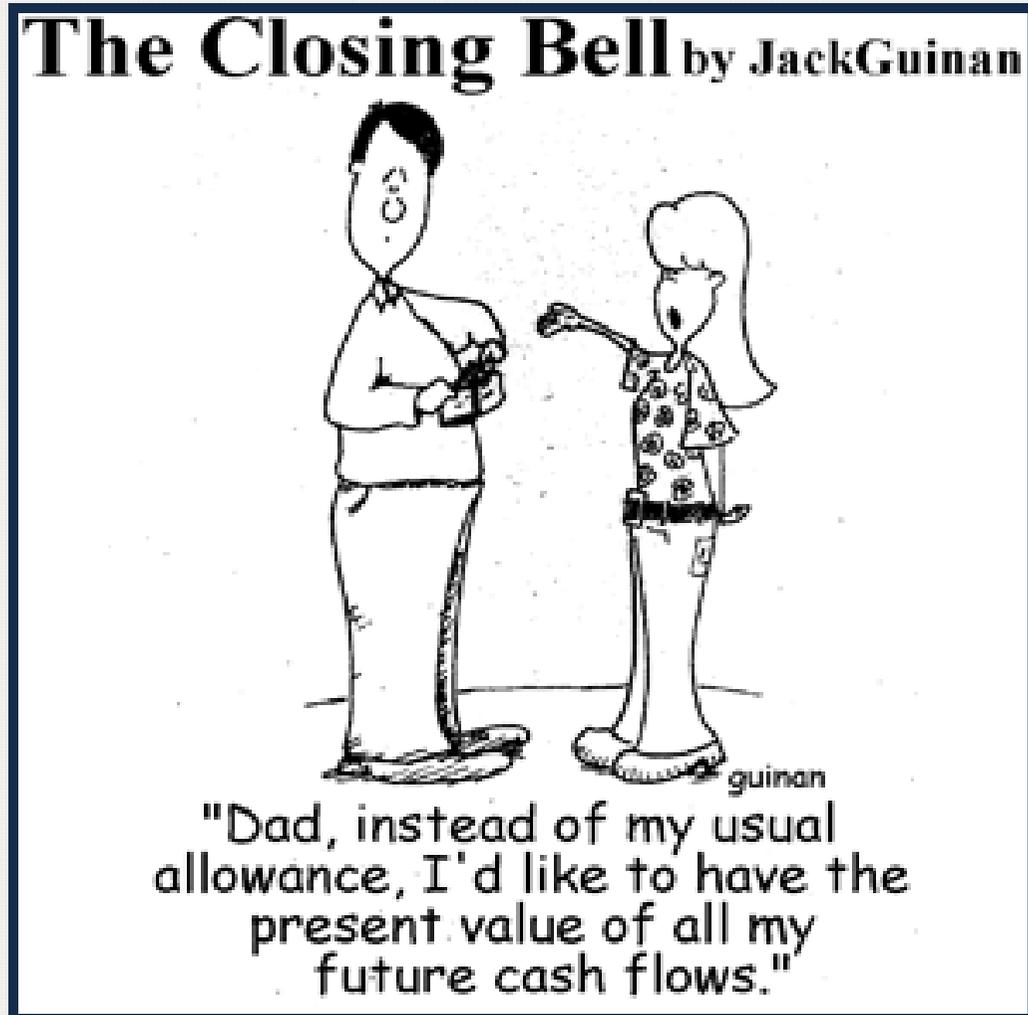
## Benötigte Informationen

- Zur Anwendung eines DCF-Verfahrens muss man die folgenden Einflussfaktoren schätzen:
  - Lebensdauer des Vermögensgegenstandes
  - Cash-flows während dieser Zeit
  - Abzinsungsfaktor, der auf die Cash-flows angewendet wird, um den Barwert zu erhalten

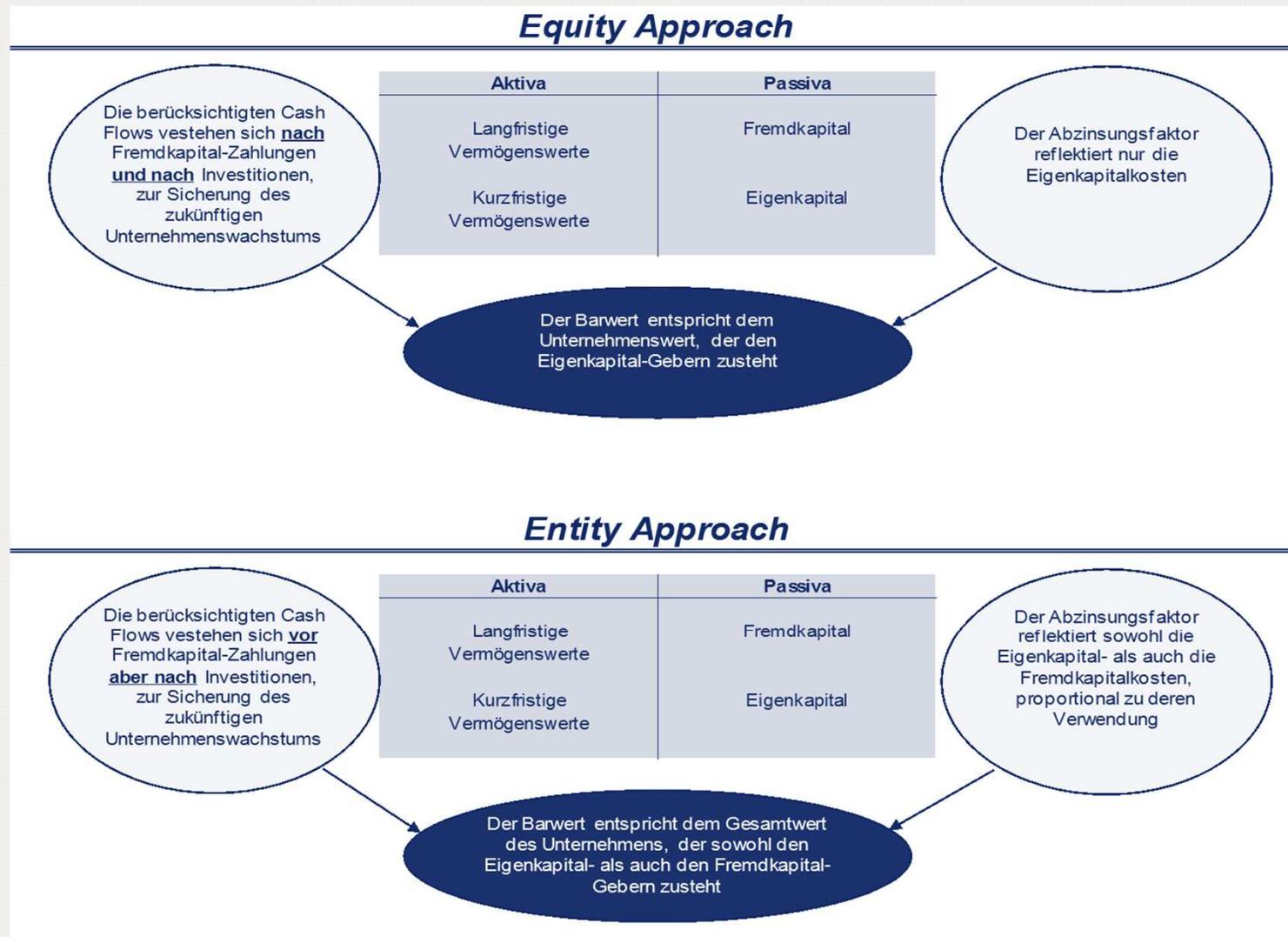
## Markt-Ineffizienzen

- Grundlage des DCF-Verfahrens ist des weiteren die Annahme, dass der Kapitalmarkt temporäre Bewertungsfehler aufweist, die korrigiert werden, wenn den Kapitalmarktteilnehmern neue Informationen zugänglich werden.

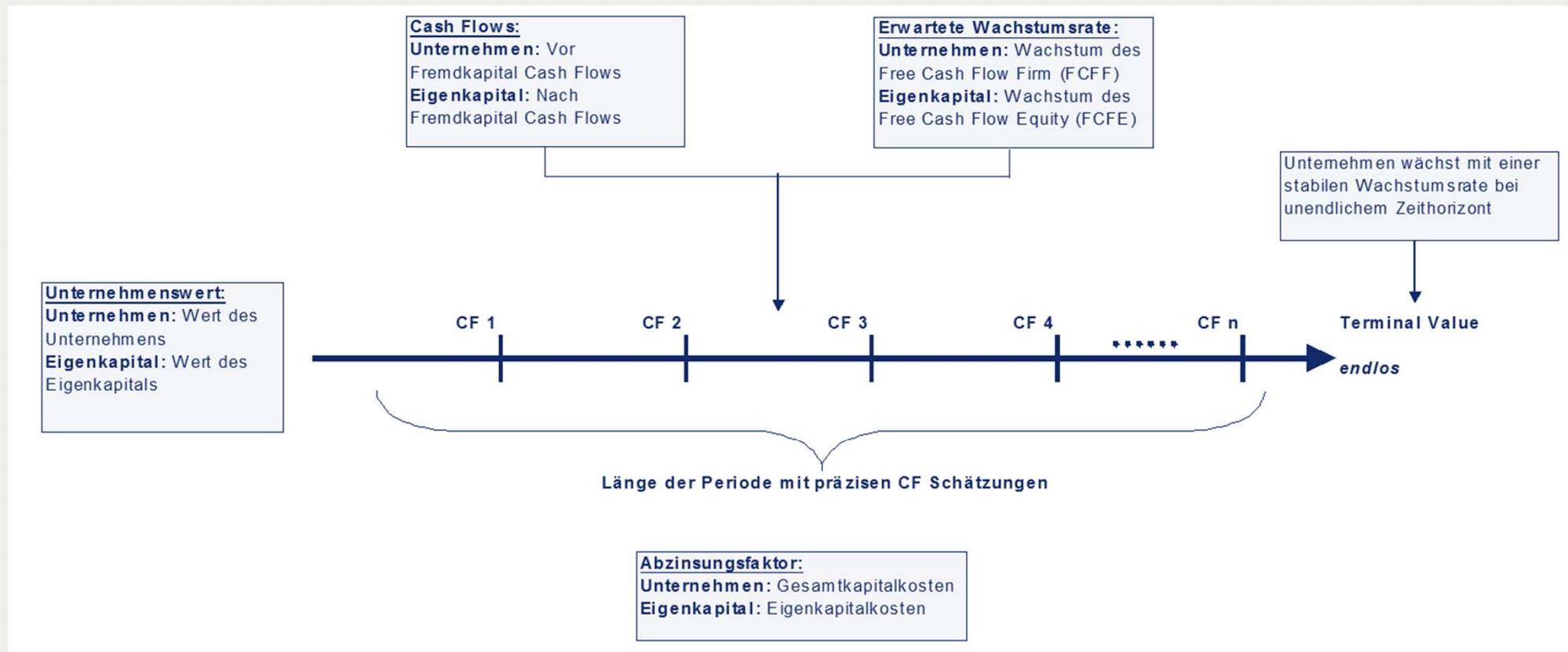
Heute ist mehr wert als morgen ...



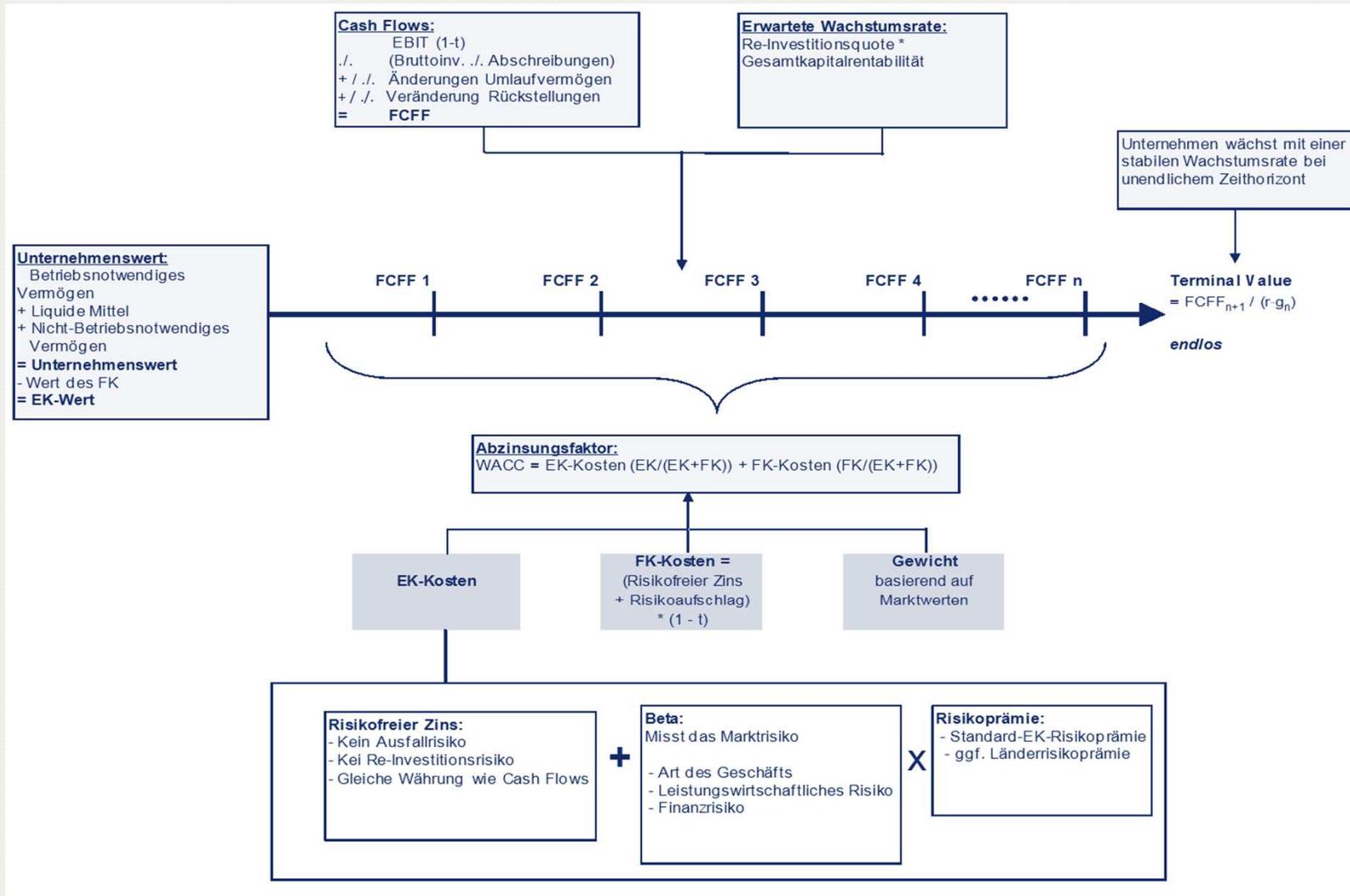
# Equity & Entity Bewertung



# DCF-Bewertung mit unendlichem Zeithorizont (1)



# DCF-Bewertung mit unendlichem Zeithorizont (2)



# Determinanten des Wachstums

## Größe des Unternehmens

- Erfolg führt zu Unternehmenswachstum. Wenn ein Unternehmen größer wird, wird es für das Unternehmen schwieriger eine hohe Wachstumsrate beizubehalten (Skaleneffekte, Mitbewerber, etc.).

## Aktuelle Wachstumsrate

- Historische Wachstumsraten sind nicht immer ein verlässlicher Indikator für zukünftige Wachstumsraten, aber es besteht eine Korrelation zwischen aktuellen und zukünftigen Wachstumsraten.
- Ein Unternehmen, das heute mit 30% p. a. wächst, hat wahrscheinlich auch künftig noch eine höhere Wachstumsrate, die länger andauern wird, als ein Unternehmen, das heute bereits „nur noch“ mit 10% p. a. wächst.

## Markt-Eintrittsbarrieren & Differenzierungskriterien

- Hohes Wachstum resultiert im Endeffekt aus hohen Erträgen aktueller Projekte, welche im Umkehrschluss aus Markteintrittsbarrieren und einer Differenzierung zu Konkurrenzprodukten generiert werden können.
- Die Frage, wie hoch eine Wachstumsrate ist und wie lange sie gesichert werden kann, hängt daher kausal von Markteintrittsbarrieren & Differenzierungskriterien ab.

## Charakteristika stabilen Wachstums

In der Phase des stabilen Wachstums, sollten Unternehmen grundsätzlich ähnliche Charakteristika aufweisen.

- Das Risiko des Unternehmens, gemessen durch Beta und Rating, sollte das „Standard-Risiko“ eines Unternehmens mit stabilem Wachstum widerspiegeln. Das heißt:
  - das Beta bewegt sich in Richtung 1
  - die Fremdkapitalkosten sollten die Sicherheit & Verlässlichkeit eines stabil wachsenden Unternehmens reflektieren (BBB oder besser)

Der Verschuldungsgrad steigt gegebenenfalls, da bei höheren und stabilen Ergebnissen eine höhere Kapaldienstfähigkeit vorherrscht.

- Der Verschuldungsgrad bewegt sich ggf. zu einem optimalen Grad und/oder dem Industriedurchschnitt

Die Re-Investitionsquote sollte die erwartete Wachstumsrate sowie die Gesamtkapitalrentabilität widerspiegeln.

- $\text{Re-Investitionsquote} = \text{Erwartetes Wachstum} / \text{GK-Rentabilität}$

Quelle: Aswath Damodaran

Weitere Bilanzpositionen, die es zu berücksichtigen gilt:

### The Closing Bell by Jack Guinan



"I'm sorry, but you can't factor in pain and suffering when calculating your trading losses."

### The Closing Bell by Jack Guinan



"I'm sorry but just because you treat your wife like a maid, doesn't mean you can deduct her as a business expense."

## Umgang mit liquiden Mitteln und kfr. liquidierbaren Wertpapieren

Der einfachste & direkte Weg ist, liquide Mittel und kurzfristig liquidierbare Wertpapiere aus der Bewertung herauszuhalten.

- Der Cash-flow sollte frei von Zinserträgen sein
- Der Abzinsungsfaktor sollte nicht durch die Integration von liquiden Mittel verfälscht werden (nur das Beta der operativen Vermögensgegenstände zur Berechnung der EK-Kosten verwenden / das Beta Liquider Mittel ist 0)

Sobald das Unternehmen dann bewertet ist, einfach liquide Mittel & Wertpapiere wieder hinzurechnen.

- Bei Management mit einem Track Record für überteuerte Akquisitionen, diskontiert der Kapitalmarkt gegebenenfalls den Wert der liquiden Mittel ...

## Andere, bislang unberücksichtigte Vermögensgegenstände

- Nicht genutztes (Anlage-)Vermögen, das nicht bereits als Cash-flow generierend berücksichtigt wurde (z. B. ein stillstehender Maschinenpark oder ungenutztes Land und/oder Immobilien) können dem Ergebnis der Fundamentalbewertung zu Marktpreisen zugeschlagen werden (z. B. Seiten 90 & 110/111 des Rheinmetall Geschäftsberichtes, Stichwort „Investment Property“).
- Eine Überdeckung von ausgegliederten Pensionsverpflichtungen kann ebenfalls berücksichtigt werden, allerdings gibt es hier zwei Einschränkungen:
  - Es ist zu prüfen, ob ein „Profit Sharing Agreement“ mit dem Vermögensverwalter besteht
  - Es ist wahrscheinlich, dass der Ertrag durch anfallende Steuern gemindert wird
- Und wieder einmal Vorsicht vor Doppelzählungen! Wenn der Ertrag aus einem Vermögensgegenstand im Cash-flow Eingang findet, kann man den Wert des Gegenstandes nicht noch als Vermögen ansetzen.

## Umgang mit Beteiligungen

- Wenn das Unternehmen die Mehrheit hält und die Beteiligung vollkonsolidiert, enthält der Cash-flow den Anteil der Minderheitsgesellschafter.
  - In der Bilanz tauchen diese „Anteile anderer Gesellschafter“ mit ihrem Buchwert auf, sodass wir, um den korrekten Wert für unser zu bewertendes Unternehmen zu erhalten, den geschätzten Marktwert der Minderheitsanteile subtrahieren müssen/müssten.
- Wenn das Unternehmen die Minderheit hält und die Beteiligung „at Equity“ konsolidiert, ist das Problem anders gelagert, da das Unternehmen in seiner G&V nur erhaltenen Dividenden auf diese Beteiligung ausweist
  - Dieses Vorgehen unterbewertet den Wert der Beteiligung, sodass man eigentlich die „at-Equity-Beteiligung“ eigenständig bewerten müsste, um zum Marktwert dieses Investments zu gelangen

Annahme: Es ist fast unmöglich, den korrekten Unternehmenswert für ein Unternehmen mit Beteiligungen in einer Vielzahl nicht-öffentlicher, weiterer Unternehmen zu errechnen.

## Umgang mit Nicht-Finanz-Verbindlichkeiten

- **Pensionsrückstellungen:**  
Wenn die Pensionsaktiva nicht mit den übrigen Bilanzaktiva vermischt sind, sollte nur der ungedeckte Teil berücksichtigt werden, ansonsten sollten alle Pensionsverpflichtungen berücksichtigt werden.
- **Rückstellungen für juristische Verfahren:**  
Bei schwebenden Verfahren sollte die zu erwartende Strafzahlung (basierend auf deren Höhe und der Wahrscheinlichkeit der Zahlungsverpflichtung) subtrahiert werden (wenn zu ermitteln).
- **Übrige Rückstellungen:**  
Können subtrahiert werden, sollte aber vom Einzelfall abhängig gemacht werden.

# DCF-Bewertung der Rheinmetall AG

### CASH FLOW:

EBIT * (1-t)	132.7
./. (Bruttoinv. ./. Abschreibungen)	-40.0
+ /./. Änderungen Umlaufvermögen	-5.2
+ /./. Änderungen Rückstellungen	12.0
<b>= FCFF</b>	<b>99.5</b>

### Erwartete Wachstumsrate:

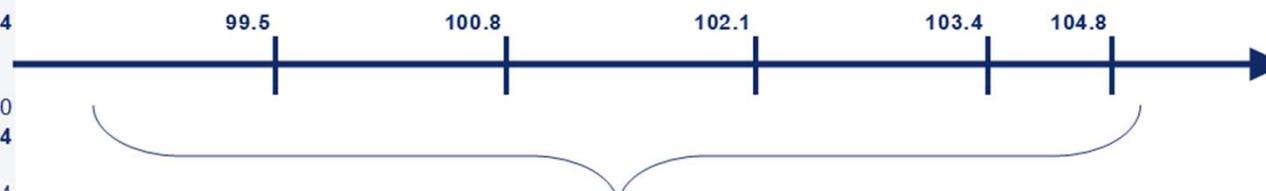
Re-Investitionsquote	34.0%
x	
GK-Rentabilität	3.8%
<b>=</b>	<b>1.3%</b>

### Stabiles Wachstum:

$g_n =$	2.0%
$r =$	4.12%

**Terminal Value**  
 $= FCFF_{n+1} / (r - g_n) =$   
**5,040.1**

Barwert CFs während der Wachstumsphase :	452.7
+ Barwert des Terminal Value =	3,956.7
<b>= Wert der operativen Vermögensgegenstände =</b>	<b>4,409.4</b>
+ Wert der liquiden Mittel, Wertpapiere und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens =	520.0
<b>= Wert des Unternehmens =</b>	<b>4,929.4</b>
- Marktwert der Anteile Dritter =	-125.4
- Marktwert der Finanzverbindlichkeiten =	-2,068.9
- Wert der Nicht-Finanz-Verbindlichkeiten =	-1,401.0
<b>= Marktwert des Eigenkapitals =</b>	<b>1,334.1</b>
=> Marktwert des Eigenkapitals/Aktie =	33.69
(Aktueller Aktienkurs = )	40.40



### Abzinsungsfaktor:

$$WACC = EK\text{-Kosten} (EK/(EK+FK)) + FK\text{-Kosten} (FK/(EK+FK)) = 4.12\%$$

<b>Eigenkapitalkosten:</b>
6.65%

<b>Fremdkapitalkosten:</b>
Zins 1.69%
Aufschlag 1.00%
(1-t) 79%
<b>= 2.13%</b>

<b>Gewicht:</b>
44% EK
56% FK

<b>Risikofreier Zins:</b>	<b>+</b>	<b>Beta</b>	<b>X</b>	<b>Risikoprämie</b>
1.69%		1		4.96%

## Auf dem Weg zum Ziel ... (in Mio. €)

Barwert CFs während der Wachstumsphase =	452,7	
+ Barwert des Terminal Value =		3.956,7
= Wert der operativen Vermögensgegenstände =	4.409,4	
+ Wert der liquiden Mittel, Wertpapiere und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens =		520,0
= Wert des Unternehmens =		4.929,4
- Wert der Anteile Dritter (Buchwert * P/B Rheinmetall) =		125,4
- Marktwert der Finanzverbindlichkeiten =		2.068,9
- Wert der Nicht-Finanz-Verbindlichkeiten (Rückstl.) =		1.401,0
= Marktwert des Eigenkapitals =		1.334,1
=> Marktwert des Eigenkapitals/Aktie (39,599m Stück) =		EUR 33,69
(Aktueller Aktienkurs = )		EUR 40,40

## Tabelle mit veränderten Inputfaktoren

	Wachstum Terminal Value					
	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
4.0%	16.10	37.07	70.98	135.17	302.90	1,868.35
4.5%	13.40	33.77	66.72	129.10	292.06	1,813.11
5.0%	10.79	30.59	62.61	123.22	281.59	1,759.69
5.5%	8.26	27.50	58.62	117.53	271.45	1,708.01
6.0%	5.81	24.52	54.77	112.03	261.64	1,658.02
6.5%	3.44	21.63	51.03	106.70	252.15	1,609.65
7.0%	<b>1.15</b>	18.83	47.42	101.54	242.96	1,562.85
7.5%	n.m.	16.12	43.92	96.55	234.07	1,517.55
8.0%	n.m.	13.49	40.53	91.72	225.46	1,473.69
8.5%	n.m.	10.95	37.25	87.03	217.12	1,431.24
9.0%	n.m.	8.48	34.07	82.50	209.04	1,390.13
9.5%	n.m.	6.09	30.99	78.11	201.22	1,350.32
10.0%	n.m.	3.78	28.00	73.85	193.65	1,311.76

WACC

## Was ist eine marktorientierte Bewertung?

- Bei einer marktorientierten oder relativen Bewertung wird der Wert eines Vermögensgegenstandes mit dem Preis oder Wert verglichen, den der Markt bereit ist, für vergleichbare Vermögensgegenstände zu bezahlen.
  
- Um eine marktorientierte Bewertung vorzunehmen, muss man:
  1. vergleichbare Vermögensgegenstände identifizieren und ihre Marktwerte herausfinden
  2. diese Marktwerte in einen Normwert/eine Kennziffer umrechnen, so dass ein Multiple entsteht
  3. das Multiple des Vermögensgegenstandes dann mit dem vereinheitlichten Wert des Vergleichs-Universums vergleichen und ggf. etwaige Unterschiede bei der Berechnung/Herleitung in Betracht ziehen
  
- Anschließend kann eine Entscheidung bezüglich einer eventuellen Über-/Unterbewertung des Vermögensgegenstandes erfolgen.

## Eine relative Bewertung findet man überall ...

- Die meisten Bewertungen an den internationalen Kapitalmärkten sind marktorientierte Bewertungen.
  - Circa 85% der aktuellen Research Reports basieren auf einer relativen Bewertung.
  - Mehr als 50% der M&A-Bewertungen benutzen diese Form der Bewertung.
  - Daumenregeln basierend auf einer relativen Bewertung sind nicht nur alltäglich, sondern vielmehr die Basis für die überwiegende Mehrheit von Investitionsempfehlungen.
  
- Im Geschäftsfeld Consulting/Corporate Finance gibt es auf den ersten Blick deutlich mehr DCF-Bewertungen, allerdings sind dies oftmals auch relative Bewertungen, die sich als Barwert-Verfahren „maskiert“ haben.
  - Das Ziel vieler DCF-Bewertungen ist es, relative Bewertungen zu verifizieren.
  - Der Terminal Value eines DCF-Modells wird darüber hinaus nicht selten mit Hilfe eines Multiples errechnet.

## Gründe für eine relative Bewertung

- Wenn du glaubst, ich sei verrückt, dann lerne mal meinen Nachbarn kennen!  
(Jerry Seinfeld)
- Eine kleine Ungenauigkeit spart einem manchmal einen Berg von Erklärungen.  
(H. H. Munro)
- Wenn du falsch liegst, stelle sicher, dass der Rest des Marktes es auch tut!  
(Ex-Portfolio Manager)

## Bedeutet das jetzt das der Barwert das einzig Wahre ist? ....

... Hier die Gründe, warum man auch eine relative Bewertung in Betracht ziehen sollte:

- Selbst wenn Sie ein wahrhafter Gläubiger des DCF-Ansatzes sind, die Präsentation des Bewertungsergebnisses im Rahmen einer relativen Bewertung wird eine größere Anzahl Interessierter locken.
- Manchmal hilft die relative Bewertung sogar, Schwachstellen im DCF-Modell zu finden und zu beseitigen.
- Das Problem der relativen Bewertung ist nicht deren Gebrauch sondern deren häufiger Missbrauch.
  - Dies kann durch die genaue Definition und deren Befolgen allerdings positiv beeinflusst und eingegrenzt werden.

# Normierung von Multiples

- Entweder man vereinheitlicht den Eigenkapitalwert oder aber den Gesamtkapitalwert eines Unternehmens (der Zähler der Kennziffer).
- Durch die Verwendung des richtigen Nenners erfolgt die Normierung.

## Ertrag als Divisor

- Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV / PE) & Varianten PEG-Ratio oder Relative PE
- Unternehmenswert (EV) / EBIT
- EV / EBITDA
- EV / Cash-flow

## Buchwert als Divisor

- Kurs / Buchwert (des Eigenkapitals)
- EV / Buchwert (der Vermögensgegenstände)
- EV / Wiederbeschaffungswert (Tobin's Q)

## Umsatz als Divisor

- Kurs / Umsatz pro Aktie
- EV / Umsatz

## Unternehmens- oder industriespezifischer Divisor

- Kurs / kwh // Kurs / Verkaufte Tonne Stahl // etc.

## 4 Schritte zum korrekten Multiple

### 1. Definition des Multiples

Zähler und Nenner eines bestimmten Multiples können von verschiedenen Anwendern unterschiedlich definiert werden; daher ist es wichtig zu wissen, was die jeweiligen Grundannahmen sind.

### 2. Beschreibung des Multiples

Viele Anwender eines Multiples wissen nicht genau, wie der Wert im Querschnitt der Industrie / eines Index aussieht. Wenn dies jedoch nicht bekannt ist, kann man keine korrekte Aussage darüber treffen, ob die aktuelle Bewertung fair, teuer oder preiswert ist.

### 3. Analyse des Multiples

Wichtig ist, nicht nur die Bestandteile des Multiple an sich, sondern auch deren Zusammenhang und Zusammenwirken zu verstehen.

### 4. Anwendung des Multiples

Ein Vergleichs-Universum zu definieren und darüber hinaus auch noch Unterschiede innerhalb dieser Gruppe zu identifizieren, ist in der Praxis ungleich schwieriger als in der Theorie.

# 1. Definition des Multiples

## Ist der Multiple konsistent definiert?

- Annahme 1: Sowohl der Wert (Zähler) als auch die Normierungs-Variable (Nenner) sollten im Zusammenhang mit demselben Anspruchsberechtigten stehen. Das heißt, der Kurs oder die Marktkapitalisierung sollten durch EPS, Nettoergebnis oder Buchwert des Eigenkapital geteilt werden, während der Unternehmenswert durch Umsatz, EBITDA, EBIT oder Buchwert der Passiva geteilt wird.

## Sind die Bestandteile des Multiples gleich berechnet / geschätzt?

- Die Variablen zur Definition des Multiples sollten auf Basis derselben Annahmen geschätzt werden, die auch bei dem Vergleichs-Universum bereits ihre Anwendung gefunden haben.
- Das gleiche gilt für die Bilanzrichtlinien (HGB, IFRS, US-GAAP, etc.).

## 2. Beschreibung des Multiples

- Was sind der Durchschnitt und die Standardabweichung des Multiple des Vergleichs-Universums?
- Welchen Wert hat der Median?
  - Der Median ist häufig die bessere Wahl gegenüber dem Durchschnitt.
- Wie viele Ausreißer gibt es im Vergleichs-Universum und wie soll man damit umgehen?
  - Die Ausreißer auszugliedern, scheint die nahe liegende Lösung zu sein, aber wenn alle Ausreißer auf der einen Seite der Verteilung liegen (häufig sind es einige, große, positive Werte), könnte dies zu einem verzerrten Ergebnis führen
- Gibt es Fälle, bei denen kein Multiple kalkuliert werden kann? Wird dies dann zu einem unausgewogenen Ergebnis führen?
- Wie hat sich das Multiple im Zeitverlauf entwickelt?

### 3. Analyse des Multiples

Was sind die Fundamentaldaten, die den Multiple bestimmen und beeinflussen?

- Annahme 2: Eingebettet in jeden Multiple sind die Determinanten, die auch ein DCF-Modell bestimmen: Wachstum, Risiko- & Cash-flow-Muster.
- Tatsächlich ist es so, dass ein einfaches DCF-Modell und grundlegende Algebra die Determinanten ergeben, die einen Multiple grundlegend beeinflussen.

Wie verändern Änderungen der Determinanten das Multiple?

- Der Zusammenhang zwischen einer Determinanten (z. B. Wachstum) und dem Multiple (z. B. KGV) ist selten linear. Wächst zum Beispiel Firma A doppelt so schnell wie Firma B, bedeutet dies nicht zwangsläufig, dass Firma A auch ein doppelt so hohes KGV besitzt.
- Annahme 3: Es ist unmöglich, Unternehmen vernünftig auf Basis eines Multiples zu bewerten, wenn man den Zusammenhang zwischen den Determinanten und dem Multiple nicht kennt.

## 4. Anwendung des Multiples

**Ausgehend vom zu bewertenden Unternehmen, was sind dann die Vergleichsunternehmen?**

- Die traditionelle Analyse basiert auf der Annahme, dass Unternehmen, die im gleichen Industriesektor tätig sind, auch vergleichbar sein müssen. Spezifisch für die Analyse der Unternehmenswerte ist jedoch vielmehr entscheidend, dass ein vergleichbares Unternehmen die gleichen Determinanten wie unser zu bewertendes Unternehmen aufweist.
- Annahme 4: Es gibt keinen Grund, warum ein Unternehmen nicht mit Unternehmen eines völlig anderen Industriesektors verglichen werden kann, wenn alle Unternehmen die gleichen Risiko-, Wachstums- und Cash-flow-Determinanten aufweisen.

**Wie adjustieren wir die Unterschiede der Unternehmen, die unser Vergleichsuniversum bilden?**

- Annahme 5: Es ist unmöglich, Unternehmen zu finden, die mit dem zu bewertenden völlig identisch sind.

## Wahl des „richtigen“ Multiples

- Wie wir auf den vorangegangenen Seiten gesehen haben, gibt es eine Vielzahl von Kennziffern, die zur Bewertung eines Unternehmens herangezogen werden.
- Darüber hinaus können diese Kennziffern dann noch relativ zu einzelnen, vergleichbaren Unternehmen, Industrie-Sektoren oder ganzen Märkten/Indizes betrachtet werden.
- Da wir aber grundsätzlich ja nur einen finalen Unternehmenswert errechnen und zeigen wollen, gibt es im Wesentlichen drei Möglichkeiten:
  1. Ein einfacher Durchschnitt der Bewertungen mit verschiedenen Multiples
  2. Ein gewichteter Durchschnitt der Bewertungen mit verschiedenen Multiples
  3. Die Wahl eines Multiples zur Berechnung des Unternehmenswertes

## Die Wahl eines Multiples

Die Wahl eines bestimmten Multiples zur Berechnung des Unternehmenswertes ist grundsätzlich die beste Entscheidung.

Dabei kann die Kennziffer auf Basis verschiedener Kriterien gewählt werden:

- Benutzung des Multiples, das am besten passt: Wenn man möchte, dass die Firma unterbewertet ist, nimmt man die Kennziffer, bei der dies am ehesten auch so ist.
- Man wählt den Multiple, das nach einer Regressionsanalyse mit den Determinanten den höchsten Erklärungsgehalt ( $R^2$ ) im Sektor hat.
- Man entscheidet sich für den Multiple, der für einen bestimmten Sektor den meisten Sinn macht.

## Ein intuitiverer Ansatz ....

Unternehmensentscheider fokussieren bei (strategischen) Entscheidungen je nach Sektor auf verschiedene Kennziffern und Variablen. Der Multiple, von dem bei Unternehmensbewertungen innerhalb des Sektors am häufigsten Gebrauch gemacht wird, reflektiert oftmals genau diesen Fokus:

- Finanzdienstleistung: Wichtig ist hier die Eigenkapitalrentabilität und der richtige Einsatz des Eigenkapitals als knappe Ressource (KWG / Basel 3, etc.). Bevorzugt wird daher für eine Bewertung oftmals das Preis/Buchwert Verhältnis
- Technologie & Wachstumsbranchen: Wachstum ist hier grundsätzlich das beherrschende Thema, daher spielt die PEG-Ratio eine dominante Rolle.
- Einzelhandel: Hier liegt das Hauptaugenmerk auf dem Verkauf pro m<sup>2</sup> und Umsatzmargen. Nicht überraschend wird hier oft die EV/Umsatz-Kennziffer genutzt.

## In der Praxis ....

Als Daumenregel kann man sich der Auswahl des richtigen Multiples wie folgt nähern:

Sektor	Kennziffer	Begründung
Zyklische Sektoren	KGV, relatives KGV	Oftmals mit normalisiertem Ergebnis
High-Tech, Hohes Wachstum	PEG	Aufgrund der großen Wachstumsunterschiede der Unternehmen
Hohes Wachstum / (noch) kein Ergebnis	EV/Sales	In der Erwartung, dass zukünftige, positive Margen generiert werden können
Hohe Infrastruktur	EV/EBITDA	Firmen in diesem Sektor haben hohe Anfangsverluste, und die Ergebnisse variieren je nach Abschreibungsmethode
REITs	P/CF	Grundsätzlich hohes Investoreninteresse an hohem CF auf das eingesetzte EK
Finanzdienstleistung	P/B	EK als knappe Ressource
Einzelhandel	EV/Sales	Umsatz als operative Steuerungsgröße

# Zusammenfassend

## Definition des Multiples

- Konsistenzprüfung
- Gleiche Herleitung

## Beschreibung des Multiples

- Multiples sind nicht normalverteilt; der einfache Durchschnitt ist selten ein gutes Vergleichsmultiple
- Eine Prüfung auf außerordentliche Einflussfaktoren und Ausreißer ist immer ratsam

## Analyse des Multiples

- Identifikation der Bestandteile des Multiples
- Verstehen des Zusammenwirkens der Determinanten

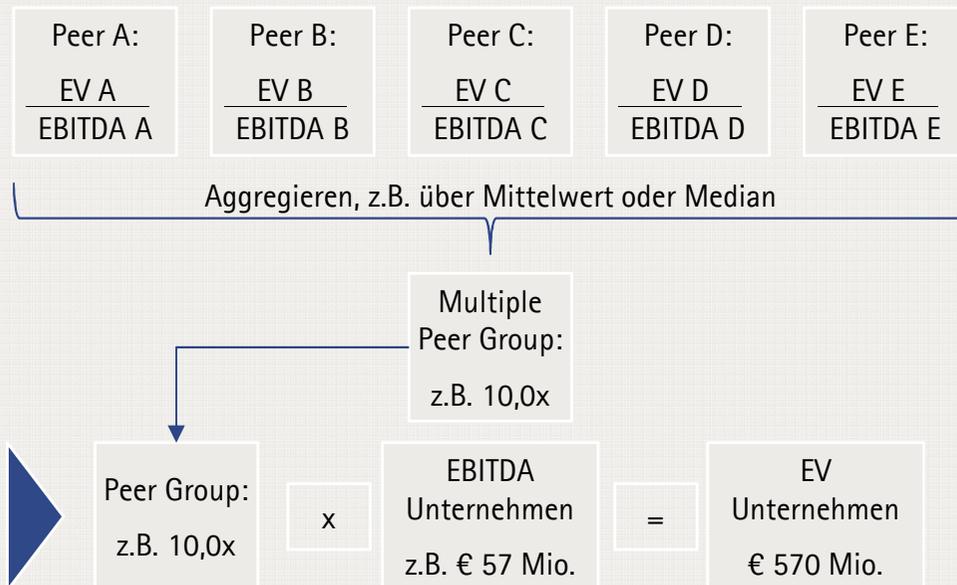
## Anwendung des Multiples

# Zusammenfassend: Relative Bewertung - alles ist relativ

## Ansatz

- Multiplikatoren (EV/EBITDA, P/E bzw. KGV, etc.)
- Der Wert eines Unternehmens richtet sich nach der Bewertung von vergleichbaren Unternehmen (ergo Marktwerte von Peers oder Vergleichstransaktionen) relativ zu einer gemeinsamen Variable wie z.B. Ertragskraft oder Umsatz

## Beispiel für Vorgehensweise – EV/EBITDA



## Entity Value vs. Equity Value

- Entity Value (EV) – Wert des gesamten Unternehmens, ergo Eigenkapital und Fremdkapital
- Equity Value (EqV) – Wert des Eigenkapitals des Unternehmens



Immer fragen: „Wem steht dieser Zahlungsstrom zu?“

- EBITDA -> Eigen- und Fremdkapitalgeber -> Entity Value
- Ergebnis nach Steuern -> Nur Eigenkapitalgeber -> Equity Value

## Wertung

- + Schnell und einfach, schlanke Datenanforderungen
- + An aktuellen Marktgegebenheiten orientiert
- Erfasst ggf. nicht die Besonderheiten des Unternehmens
- Erfasst nur wenige Planjahre

# Zusammenfassend: Intrinsische Bewertung: (Der Barwert von) Cash ist King

## Ansatz

- Diskontierungsmodelle (DCF, Ertragswertverfahren, etc.)
- Der Wert eines Unternehmens ist der Barwert der erwarteten zukünftigen Cashflows

## Beispiel für Vorgehensweise – DCF

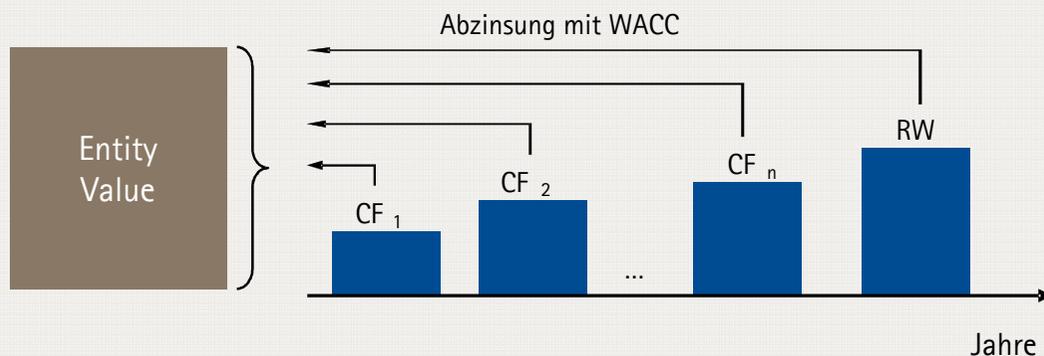
$$EV = \sum_{t=0}^n BW_{CF_t} + BW_{RW}$$

Mit:

BW = Barwert

CF<sub>t</sub> = Cashflow im Jahr t

RW = Restwert im letzten Planjahr



## Entity Value vs. Equity Value

Auch hier: Immer fragen: „Wem steht dieser Zahlungsstrom zu?“

- EBITDA -> Eigen- und Fremdkapitalgeber -> Entity Value
- Ergebnis nach Steuern -> Nur Eigenkapitalgeber -> Equity Value

Außerdem: Diskontierungszinssätze müssen zum Cashflow / Ertrag passen

- EBITDA -> Eigen- und Fremdkapitalgeber -> WACC
- Ergebnis nach Steuern -> Nur Eigenkapitalgeber -> EK-Kosten

## Wertung

- + Flexibel auf Besonderheiten anpassbar
- + Erfasst auch weiter entfernte Planjahre
- Höherer Aufwand und Anforderungen an Daten
- Weiter weg von Marktgegebenheiten



Christoph Schlienkamp  
Managing Director Small Cap Research

Jägerhofstraße 10  
40479 Düsseldorf

Telefon +49 (0)211 4952-311  
Telefax +49 (0)211 4952-492

[christoph.schlienkamp@bankhaus-lampe.de](mailto:christoph.schlienkamp@bankhaus-lampe.de)  
[www.bankhaus-lampe.de](http://www.bankhaus-lampe.de)



# Bankhaus Lampe: Vor Ort präsent

## Berlin



Carmenstraße 13  
D-10623 Berlin  
Telefon +49 (0)30 319002-0  
Telefax +49 (0)30 319002-324

## Bielefeld



Alter Markt 3  
D-33602 Bielefeld  
Telefon +49 (0)521 582-0  
Telefax +49 (0)521 582-1195

## Bonn



Heinrich-Brüning-Straße 16  
D-53113 Bonn  
Telefon +49 (0)228 850262-0  
Telefax +49 (0)228 850262-99

## Bremen



Altenwall 21  
D-28195 Bremen  
Telefon +49 (0)421 985388-0  
Telefax +49 (0)421 985388-99

## Dresden



Käthe-Kollwitz-Ufer 82  
D-01309 Dresden  
Telefon +49 (0)351 207815-0  
Telefax +49 (0)351 207815-29

## Düsseldorf



Jägerhofstraße 10  
D-40479 Düsseldorf  
Telefon +49 (0)211 4952-0  
Telefax +49 (0)211 4952-111

## Frankfurt/Main



Freiherr-vom-Stein-Straße 65  
D-60323 Frankfurt/Main  
Telefon +49 (0)69 97119-0  
Telefax +49 (0)69 97119-119

## Hamburg



Ballindamm 11  
D-20095 Hamburg  
Telefon +49 (0)40 302904-0  
Telefax +49 (0)40 302904-18

## München



Brienner Straße 29  
D-80333 München  
Telefon +49 (0)89 29035-600  
Telefax +49 (0)89 29035-799

## Münster



Domplatz 41  
D-48143 Münster  
Telefon +49 (0)251 41833-0  
Telefax +49 (0)251 41833-50

## Osnabrück



Schloßstraße 28/30  
D-49074 Osnabrück  
Telefon +49 (0)541 580537-0  
Telefax +49 (0)541 580537-99

## Stuttgart



Büchsenstraße 28  
D-70174 Stuttgart  
Telefon +49 (0)711 933008-0  
Telefax +49 (0)711 933008-99

# Bankhaus Lampe Tochtergesellschaften

## Lampe Asset Management GmbH



Jägerhofstraße 10  
40479 Düsseldorf  
Telefon +49 211 95742-500  
Telefax +49 211 95742-570

## Lampe Equity Management GmbH



Speersort 10  
20095 Hamburg  
Telefon +49 40 688788-0  
Telefax +49 40 688788-70

## Lampe Credit Advisors GmbH



Jägerhofstraße 10  
40479 Düsseldorf  
Telefon +49 211 4952-390  
Telefax +49 211 4952-849



Bockenheimer Anlage 44  
60322 Frankfurt/Main  
Telefon +49 69 2444878-0  
Telefax +49 69 2444878-99

## Lampe Privatinvest Management GmbH



Speersort 10  
20095 Hamburg  
Telefon +49 40 688788-0  
Telefax +49 40 688788-70

## Lampe Capital UK Limited



2 Savile Road  
London W1S3PA  
Großbritannien  
Telefon +44 203 405-1037

## Lampe Beteiligungsgesellschaft mbH



Jägerhofstraße 10  
40479 Düsseldorf  
Telefon +49 211 4952-197  
Telefax +49 211 4952-188

## DALE Investment Advisors GmbH



Wollzeile 16/9  
1010 Wien  
Österreich  
Telefon +43 1 8903507-0  
Telefax +43 1 8903507-50

## Lampe Capital North America LLC



712 Fifth Avenue, 28th floor  
New York, NY 10019  
USA  
Telefon +1 212 218-7410

## Rechtlicher Hinweis

Diese Ausarbeitung ist nur für den Empfänger bestimmt, dem die Bankhaus Lampe KG die Ausarbeitung willentlich zur Verfügung gestellt hat. Soll diese Ausarbeitung einem Kunden zur Verfügung gestellt werden, so gilt allein der Kunde als Empfänger, auch wenn einem Angestellten oder sonstigen Repräsentanten des Kunden diese Ausarbeitung übergeben wird. Die Ausarbeitung darf vom Empfänger weder veröffentlicht noch an Dritte weitergeleitet oder Dritten zugänglich gemacht werden.

Die Ausarbeitung gilt nicht als Angebot. Gemachte Indikationen sind als unverbindlich zu verstehen. Preise, Zinssätze und sonstige Indikationen sind von den Marktgegebenheiten abhängig, die zu dem Zeitpunkt gelten, in dem mit dem Kunden ein Geschäft vereinbart wird. Die Ausarbeitung dient allein als Orientierung, wie ein Geschäft aussehen könnte.

Die Ausarbeitung allein stellt auch keine Empfehlung oder Rat dar. Die dargestellten Sachverhalte dienen ausschließlich der generellen Erläuterung und lassen keine Aussagen über zukünftige Verluste oder Gewinne zu. Vor Abschluss eines Geschäftes ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung durch Ihren Kunden- bzw. Fachbetreuer notwendig.

Für Schäden, die im Zusammenhang mit einer Verwendung/Verteilung dieser Ausarbeitung entstehen oder entstanden sind, übernimmt die Bankhaus Lampe KG keine Haftung.