

Inhalt

Vorwort	VII
Angaben zum Autor	IX
Abkürzungs- und Symbolverzeichnis	XIX

1 Einführung	1
1.1 Gegenstand der Aktien- und Unternehmensbewertung	1
1.2 Unternehmens- versus Aktienbewertung	3
1.3 Bewertungsanlässe	4
1.4 Bewertungszwecke	6
1.4.1 Ermittlung von Marktwerten	7
1.4.2 Ermittlung von Steuerungswerten	8
1.4.3 Ermittlung von »objektivierten Unternehmenswerten« nach dem IDW..	8
1.4.4 Ermittlung von Entscheidungswerten	9
1.4.5 Ermittlung von Schiedswerten	9
1.4.6 Ermittlung von Argumentationswerten	9
1.4.7 Ermittlung von Vertragswerten	10
1.4.8 Ermittlung von steuerlichen Werten	10
1.5 Methodenüberblick	12
1.6 Ablauf der Unternehmensbewertung	15
1.7 Fazit	19
Literaturhinweise	19

2 Erfolgsorientierte Unternehmensbewertung (Zukunftserfolgsverfahren)	21
2.1 Discounted-Cashflow-Verfahren	21
2.1.1 Konzeption	21
2.1.2 Bruttoverfahren (»Entity-Approach«)	24
2.1.2.1 WACC-Ansatz	24
2.1.2.2 Total-Cashflow-Ansatz	26
2.1.2.3 Adjusted-Present-Value-Ansatz	27
2.1.3 Nettoverfahren (»Equity-Approach«)	28
2.2 Ertragswertverfahren	29
2.2.1 Konzeption	29
2.2.2 Ertragsgrößen im Ertragswertverfahren	30
2.2.2.1 Netto-Cashflows	31
2.2.2.2 Netto-Ausschüttungen	31
2.2.2.3 Einzahlungsüberschüsse	31
2.2.2.4 Netto-Einnahmen (Einnahmenüberschüsse)	34
2.2.2.5 Periodenerfolge (Ertragsüberschüsse)	34
2.2.3 Kapitalisierungszins im Ertragswertverfahren	35

2.3	Vergleich der Verfahren	35
2.3.1	Vergleich der Bewertungskonzeption	35
2.3.2	Vergleich der praktischen Eignung	37
2.4	Fazit	39
	Literaturhinweise	40

3 Wertdeterminanten 41

3.1	Ermittlung von Cashflows	41
3.1.1	Cashflows des Unternehmens	41
3.1.2	Grundsätzliche Berechnungsmöglichkeiten	43
3.1.3	Cashflow-Definitionen	45
3.1.3.1	Cash-Earnings nach DVFA	47
3.1.3.2	Kapitalflussrechnung nach Deutschem Rechnungslegungsstandard Nr. 2 ..	49
3.1.3.3	Kapitalflussrechnung nach IAS und US-GAAP	52
3.1.3.4	Cashflows der Leistungsebene (Operative Cashflows)	53
3.1.4	Cashflows in Modellen der Unternehmensbewertung	54
3.2	Ermittlung der Kapitalkosten	56
3.2.1	Begriff und Interpretation	56
3.2.2	Konsistente Ermittlung der Kapitalkosten	57
3.2.2.1	Zielkauf	58
3.2.2.2	Anzahlungen	58
3.2.2.3	Pensionszusagen	58
3.2.2.4	Leasing	59
3.2.2.5	Tax Shield	59
3.2.3	Kapitalkosten und Risikozuschläge	60
3.2.4	Kapitalkosten und Verschuldungsgrad	62
3.2.5	Ermittlung der Eigenkapitalkosten	65
3.2.5.1	Ermittlung mit Hilfe des landesüblichen Zinses	65
3.2.5.2	Ermittlung mit Hilfe des Capital Asset Pricing Model	66
3.2.5.3	Ermittlung mit Hilfe der Arbitrage Pricing Theory	71
3.2.6	Ermittlung der Fremdkapitalkosten	71
3.2.7	Gewichtung der Kapitalkosten mit Marktwerten	72
3.2.8	Abbildung der Besteuerung	73
3.2.8.1	Bewertungsrelevante Steuern in Deutschland	73
3.2.8.2	Abbildung von Steuern im IDW Standard	76
3.2.8.3	Bewertung einer Kapitalgesellschaft	77
3.2.8.4	Bewertung von Personengesellschaften bzw. Einzelunternehmen	81
3.2.8.5	Fazit	84
3.2.9	Kapitalkosten als »cut-off-rate«	86
3.3	Das Zirkularitätsproblem	87
3.4	Ermittlung des Residualwertes (Terminal Value)	88
3.4.1	Barwertformeln	88
3.4.2	Bestimmung mit Multiples	93
3.5	Fazit	94
	Literaturhinweise	100
Anhang:	Unterschiede in den Kapitalflussrechnungen nach DRS 2, IAS 7 und SFAS 95	101

4	Realloptionsansatz	105
4.1	Einführung	105
4.2	Kennzeichen von Realoptionen	107
4.3	Klassifizierung von Realoptionen	111
4.4	Bewertungsmodelle	112
4.4.1	Binomialmodell	113
4.4.1.1	Einperiodiges Binomialmodell	113
4.4.1.2	Mehrperiodiges Binomialmodell	117
4.4.1.3	Anwendung des Binomialmodells	118
4.4.1.4	Schlussfolgerung	119
4.4.2	Optionstheoretische Lösungen	120
4.4.2.1	Grundlagen	120
4.4.2.2	Lösungsansatz Contingent-Claim-Analyse	122
4.4.2.3	Lösungsansatz Dynamische Programmierung	126
4.4.2.4	Anwendung des Optionspreismodells	127
4.5	Fazit	130
	Literaturhinweise	131
	Anhang: Theorie stochastischer Prozesse	132
5	Marktorientierte Unternehmensbewertung (Multiplikatorverfahren)	141
5.1	Einführung	141
5.2	Funktionen der Multiplikatormethode	143
5.2.1	Bewertung von Unternehmen	143
5.2.1.1	Bewertung bei fehlenden Plandaten	143
5.2.1.2	Bewertung bei Börseneinführungen	144
5.2.1.3	Berechnung von Endwerten (Exit Multiples)	144
5.2.2	Plausibilitätskontrolle	145
5.2.3	Identifikation empirischer Einflüsse	145
5.3	Struktur der Multiplikatorbewertung	146
5.3.1	Das Bewertungsmodell	146
5.3.2	Voraussetzungen für sinnvolle Marktvergleiche	149
5.4	Ablauf der Multiplikatorbewertung	150
5.4.1	Auswahl geeigneter Multiplikatoren	150
5.4.1.1	Grundsätzliche Anforderungen	150
5.4.1.2	Arten von Multiplikatoren	151
5.4.1.3	Equity-Multiples	152
5.4.1.4	Entity-Multiples	156
5.4.1.5	Spezielle Multiples	164
5.4.1.6	Fairer Wert von Multiples	164
5.4.2	Anlass von Marktpreis-schätzungen	167
5.4.2.1	Similar Public Company Method	167
5.4.2.2	Recent Acquisition Method	168
5.4.2.3	Initial Public Offering Method	168
5.4.3	Auswahl der Peer-Group	169
5.4.4	Verdichtungsmethoden von Multiples	170

5.4.4.1	Verdichtung über das arithmetische Mittel.....	171
5.4.4.2	Verdichtung über den Median	171
5.4.4.3	Verdichtung über lineare Regressionen.....	171
5.5	Fazit.....	172
	Literaturhinweise	173

6 Kostenorientierte Bewertungsverfahren (Substanzwertverfahren) 175

6.1	Einführung.....	175
6.2	Substanzwert auf Basis von Reproduktionswerten.....	176
6.3	Substanzwert im Sinne von ersparten Ausgaben	178
6.4	Substanzwert auf Basis von Liquidationswerten	179
6.5	Substanzwerte von einzelnen Vermögensgegenständen und Schulden	180
6.5.1	Grundstücke.....	180
6.5.2	Gebäude	181
6.5.3	Technische Anlagen und Maschinen.....	182
6.5.4	Sonstige Gegenstände des Anlagevermögens.....	182
6.5.5	Immaterielle Wirtschaftsgüter.....	183
6.5.6	Anteile an verbundenen Unternehmen/Wertpapiere des Anlagevermögens	183
6.5.7	Langfristige Forderungen	184
6.5.8	Vorräte	184
6.5.9	Andere Gegenstände des Umlaufvermögens	184
6.5.10	Sonderposten mit Rücklageanteil	185
6.5.11	Rückstellungen	185
6.5.12	Verbindlichkeiten	185
6.6	Fazit.....	186
	Literaturhinweise	187

7 Operative Unternehmensanalyse (Vergangenheitsanalyse) 189

7.1	Einführung.....	189
7.2	Finanzanalyse mit Kennzahlen	191
7.2.1	Zwecke der Finanzanalyse.....	191
7.2.2	Ablauf der Analyse.....	192
7.3	Analyse des Erfolgs.....	193
7.3.1	Absolute Erfolgskennzahlen	195
7.3.1.1	EBIT.....	195
7.3.1.2	NOPAT.....	196
7.3.1.3	Jahresüberschuss.....	196
7.3.1.4	Geschätzter Steuerbilanzgewinn	197
7.3.1.5	Bilanzgewinn	200
7.3.1.6	Betriebliche Übergewinne (Ökonomische Gewinne)	200
7.3.1.6.1	Die Berechnung der Vermögensgröße.....	202
7.3.1.6.2	Die Berechnung des Kapitalkostensatzes.....	202
7.3.1.6.3	Alternativen der Berechnung	203

7.3.1.6.4	Einsatzgebiete von betrieblichen Übergewinnen	204
7.3.1.7	Übergewinne in Banken	205
7.3.2	Rentabilitätskennzahlen	207
7.3.2.1	Umsatzrentabilität.	208
7.3.2.2	Eigenkapitalrentabilität (ROE, RORAC)	209
7.3.2.3	Gesamtkapitalrentabilität (ROC)	210
7.3.2.4	Betriebsrentabilität (ROI, ROIC, ROCE)	210
7.4	Analyse der Liquidität	211
7.4.1	Einführung	211
7.4.2	Bestandsgrößenorientierte Liquiditätskennzahlen (Statische Liquidität)	213
7.4.2.1	Cash-Bestand	213
7.4.2.2	Kennzahlen der horizontalen Bilanzstruktur	213
7.4.2.3	Liquiditätsgrade (kurzfristige Deckungsgrade)	214
7.4.2.4	Finanzierungsregeln (langfristige Deckungsgrade)	217
7.4.2.5	Kennzahlen zur Kapitalstruktur (langfristige Deckungsgrade)	219
7.4.2.6	Kennzahlen zur Vermögensstruktur	224
7.4.2.7	Beurteilung bestandsorientierter Kennzahlen	224
7.4.3	Stromgrößenorientierte Liquiditätskennzahlen (Dynamische Liquidität)	225
7.4.3.1	Absolute Cashflows.	225
7.4.3.1.1	EBITDA	225
7.4.3.1.2	Cash Earnings nach DVFA/SG	226
7.4.3.1.3	Cashflows aus Kapitalflussrechnungen	227
7.4.3.2	Relative Cashflow-Kennzahlen	227
7.5	Bereinigungen	229
7.5.1	Systematisierung der Bereinigungen	229
7.5.1.1	Operating Conversions	229
7.5.1.2	Funding Conversions	231
7.5.1.3	Shareholder Conversions	233
7.5.1.4	Tax Conversions	235
7.5.2	Bereinigungen nach DVFA	235
	Literaturhinweise	237
	Anhang: Die verschiedenen Berechnungsmöglichkeiten für Übergewinne	239

8	Strategische Unternehmensanalyse (Analyse von Erfolgspotenzialen)	243
8.1	Einführung	243
8.2	Grundlagen der Erfolgsprognose	245
8.2.1	Empirische Studien zur Ertragskraft.	245
8.2.1.1	Ertragskraft nach Branchen	245
8.2.1.2	Ertragskraft im Lebenszyklus	248
8.2.1.3	Ertragskraft nach Einflussgrößen (Erfolgsfaktoren)	251
8.2.2	Marktergebnis bei vollkommener Konkurrenz	254
8.2.3	Analysetechniken	255
8.2.3.1	SWOT-Analyse	255
8.2.3.2	Portfolioanalyse	256
8.2.3.3	STEP-Analyse	257
8.2.3.4	Stärken-Schwächen-Analyse	258
8.2.3.5	Analyse der Marktattraktivität	259

8.3	Umweltanalyse	260
8.3.1	Aufgaben der Umweltanalyse	260
8.3.2	Der relevante Markt	261
8.3.3	Analyse der Mikroumwelt (Porters »Five Forces«)	262
8.3.3.1	Branchenrivalität/Wettbewerbsintensität	263
8.3.3.2	Bedrohung durch Markteintritte	264
8.3.3.3	Verhandlungsstärke von Abnehmern	266
8.3.3.4	Verhandlungsstärke von Lieferanten	267
8.3.3.5	Bedrohung durch Substitute	267
8.3.4	Analyse der Makroumwelt	267
8.3.4.1	Indikatoren der Makroumwelt	268
8.3.4.2	Stakeholder-Ansatz	269
8.3.5	Identifikation von Chancen und Risiken als Ergebnis der Umweltanalyse	271
8.4	Unternehmensanalyse	272
8.4.1	Aufgaben der Unternehmensanalyse	272
8.4.1.1	Identifikation von Erfolgspotenzialen	273
8.4.1.2	Identifikation der Leistungspotenziale (Management-/ Strategieanalyse)	275
8.4.2	Analyse von Strategien	276
8.4.2.1	Shareholder-Value-Strategie	276
8.4.2.2	Unternehmensstrategien	280
8.4.2.2.1	Wachstumsstrategien	280
8.4.2.2.2	Stabilisierungsstrategien	286
8.4.2.2.3	Desinvestitionsstrategien	287
8.4.2.3	Geschäftsbereichsstrategien	288
8.4.2.3.1	Strategie der Kostenführerschaft	288
8.4.2.3.2	Strategie der Differenzierung	289
8.4.2.3.3	Nischen-/Spezialisierungsstrategie	290
8.4.2.4	Portfolio-Strategien (Produktstrategien)	291
8.4.3	Analyse des Managements/Human Resources	294
8.4.4	Strategieimplementierung	297
8.4.4.1	Businessplan	297
8.4.4.2	Balanced Scorecard	299
8.4.5	Identifikation der Stärken und Schwächen als Ergebnis der Unternehmensanalyse	303
8.5	Fazit	303
	Literaturhinweise	304

9 Anfertigung von Prognoserechnungen

9.1	Einführung	305
9.2	Ablauf der Businessplanung	306
9.2.1	Top-down- versus Bottom-up-Planung	306
9.2.2	Zerlegung des Prognosezeitraumes	310
9.2.3	Prognose des operativen Geschäfts	311
9.2.3.1	Prognose des Umsatzes	312
9.2.3.2	Prognose der operativen Margen	312
9.2.4	Prognose anderer Positionen	316
9.2.4.1	Prognose des Zins- und Beteiligungsergebnisses	316

9.2.4.2	Prognose des Steueraufwandes	317
9.2.4.3	Prognose des Ausschüttungsverhaltens	317
9.2.4.4	Prognose des Investitionsverhaltens	319
9.2.4.5	Prognose des Finanzierungsverhaltens	320
9.3	Überführung in Prognoserechnungen	321
9.4	Analyse alternativer Szenarien (Sensitivitätsanalyse)	322
9.5	Fazit	323
Literaturverzeichnis		325
Glossar		333
Stichwortverzeichnis		403