

Inhaltsübersicht

Vorwort	V
Inhaltsverzeichnis	XIII
Abbildungsverzeichnis	XIX
Tabellenverzeichnis	XXIII
Abkürzungsverzeichnis	XXIX
Autorenprofile	XXXIII
1 Methoden der Unternehmensbewertung	1
2 Unternehmensplanung als Basis der zukunftsorientierten Unternehmensbewertung	13
3 Unternehmensbewertung mit Discounted Cashflow-Modellen (DCF-Modellen)	27
4 Unternehmensbewertung mit Multiplikatoren	189
5 Realloptions-Ansatz	267
6 Vor- und Nachteile der Bewertungsverfahren im Überblick	331
Glossar	337
Literaturverzeichnis	355
Stichwortverzeichnis	359

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Abbildungsverzeichnis	XIX
Tabellenverzeichnis	XXIII
Abkürzungsverzeichnis	XXIX
Autorenprofile	XXXIII
1 Methoden der Unternehmensbewertung	1
1.1 Einzelbewertungsverfahren	2
1.1.1 Substanzwertverfahren auf Basis von Reproduktionswerten ...	3
1.1.2 Substanzwertverfahren auf Basis von Liquidationswerten	4
1.2 Mischverfahren	5
1.2.1 Mittelwertverfahren	5
1.2.2 Übergewinnverfahren	6
1.2.3 Stuttgarter Verfahren	7
1.3 Gesamtbewertungsverfahren	8
1.3.1 DCF-Verfahren	9
1.3.2 Ertragswertmethode und vereinfachte Ertragswertmethode ..	10
1.3.3 Multiplikatorenverfahren	11
1.3.4 Realoptions-Ansatz	12
2 Unternehmensplanung als Basis der zukunftsorientierten Unter-	
nehmensbewertung	13
2.1 Planungsmethodik – Allgemein	13
2.2 Planungsprämissen	14
2.2.1 Planprämissen Gewinn- und Verlustrechnung	16
2.2.2 Planprämissen Bilanz	18
2.3 Planung des Beispielunternehmens KfZ-Zulieferer GmbH	20
3 Unternehmensbewertung mit Discounted Cashflow-Modellen	
(DCF-Modellen)	27
3.1 Überblick über die verschiedenen DCF-Ansätze	27
3.1.1 Entity-Ansatz (Bruttoverfahren)	27
3.1.2 Adjusted Present Value (APV)-Ansatz	29
3.1.3 Equity-Ansatz (Nettoverfahren)	30
3.2 Berechnung der Cashflows und des Terminal Value	32
3.2.1 Berechnung der operativen Free Cashflows des Entity-	
und des APV-Ansatzes	32
Exkurs: Entity Ansatz auf Basis von Total Cashflows	35
3.2.2 Berechnung der Flows to Equity des Equity-Ansatzes	36
3.2.3 Berechnung des Terminal Value	38
3.2.3.1 Das Zwei-Phasenmodell zur Ermittlung des Wertes	
eines Unternehmens mit unendlicher Lebensdauer	38

3.2.3.2	Berechnung des Terminal Value	39
3.2.3.3	Festlegung des Detailprognosehorizonts	44
3.3	Bestimmung des Diskontierungszinssatzes	45
3.3.1	Ermittlung des Diskontierungszinssatzes in Abhängigkeit vom jeweiligen DCF-Ansatz	45
3.3.2	Bestimmung der marktwertgewichteten Kapitalstruktur	47
3.3.2.1	Ermittlung der gegenwärtigen Kapitalstruktur	47
3.3.2.2	Zielkapitalstruktur	49
3.3.3	Eigenkapitalkosten	51
3.3.3.1	Ermittlung des Zinssatzes einer risikofreien Anlage ...	51
	Exkurs: Marktorientierte Ableitung einer einheitlichen risikofreien Rendite über die Zinsstruktur- kurve	52
3.3.3.2	Risikoprämie	56
3.3.3.2.1	Systematisierung von Risiken	56
3.3.3.2.2	Ermittlung der Risikoprämie mit Hilfe kapitalmarkttheoretischer Modelle	57
3.3.3.2.3	Zuschläge bei der Berechnung der Risiko- prämie	72
3.3.4	Fremdkapitalkosten	74
3.4	Berechnung des Unternehmenswertes	86
3.5	Werttreiber der DCF-Modelle	92
3.5.1	Wachstumsrate im Terminal Value	92
3.5.2	Detailprognosehorizont	93
3.5.3	Kapitalkosten	96
3.5.4	Planzahlen	98
3.5.4.1	Umsatz	98
3.5.4.2	Kosten	100
3.5.4.3	Investitionen	100
3.5.5	Szenarioanalyse mit Hilfe von Werttreibern	103
3.6	Diskussion der Annahmen der DCF-Ansätze	103
3.6.1	Die dem Equity-Ansatz zugrunde liegenden Annahmen	104
3.6.2	Die dem Entity-Ansatz zugrunde liegenden Annahmen	106
3.6.3	Entity-Modell mit periodenspezifischer Berechnung des WACC	108
3.7	DCF-Bewertung und Steuern	112
3.7.1	Einflüssebenen der Steuer im DCF-Modell	112
3.7.2	Berücksichtigung der persönlichen Einkommensteuer der Unternehmenseigner	112
3.7.3	DCF-Bewertung unter Berücksichtigung der deutschen Steuergesetzgebung	114
3.7.3.1	Bewertungsrelevante Steuern in Deutschland	114
3.7.3.1.1	Körperschaftsteuer	115
3.7.3.1.2	Gewerbeertragsteuer	115
3.7.3.1.3	Zinsschranke	115
3.7.3.1.4	Verlustvorträge bei Kapitalgesellschaften	116
3.7.3.1.5	Einkommensteuer bei Anteilen an Kapital- gesellschaften	116

3.7.3.1.6	Einkommensteuer bei Anteilen an Personengesellschaften	117
3.7.3.2	Bewertung von Kapitalgesellschaften ohne Berücksichtigung persönlicher Einkommensteuern der Unternehmenseigner	118
3.7.3.3	Bewertung von Kapitalgesellschaften unter Einbezug persönlicher Einkommensteuern der Unternehmenseigner	122
3.7.3.3.1	Berechnung der bewertungsrelevanten Cashflows	122
3.7.3.3.2	Ermittlung des Diskontierungszinssatzes	124
3.7.3.3.3	Berechnung des Unternehmenswertes	128
	Exkurs: Verdeutlichung des Steuerstundungseffekts anhand eines Renditevergleichs einer Kuponanleihe und einer Nullkuponanleihe	130
3.7.3.4	Auswirkungen der Unternehmensteuerreform 2008 auf den Unternehmenswert	134
3.7.3.5	Verlustvorträge/Ausschüttungssperre	135
3.7.3.6	Bewertung von Personengesellschaften bzw. Einzelunternehmen	138
3.8	Spezifische Fragestellungen bei der DCF-Bewertung	143
3.8.1	Bewertung spezifischer Vermögensbestandteile	143
3.8.1.1	Nicht-betriebsnotwendiges Vermögen	143
3.8.1.2	Stille Reserven und Stille Lasten	145
3.8.1.3	Immaterielles Vermögen	146
3.8.2	Bewertung von Konzernen	150
3.8.2.1	Bewertung nicht-vollkonsolidierter Beteiligungen	151
3.8.2.2	Bewertung der Anteile Dritter am Konzern	154
3.8.2.3	Sum of the Parts-Bewertung	155
3.8.3	Einzelfragen	156
3.8.3.1	Pensionsaufwendungen, Pensionsrückstellungen und Pensionsverpflichtungen	156
3.8.3.2	Sonstige langfristige Rückstellungen	159
3.8.3.3	Leasingfinanzierung	159
3.8.3.4	Factoring/Forfaitierung	160
3.8.3.5	Bestimmung der im Terminal Value anzusetzenden Investitionen	161
3.8.3.6	Derivative Finanzinstrumente	163
3.8.3.7	Die Problematik negativer Cashflows	164
3.9	Exkurs: Dividend Discount Modell	166
3.9.1	Vorbemerkungen	166
3.9.2	Ableitung der wesentlichen Parameter aus der Planung	166
3.9.3	Berechnung der Dividende im Terminal Value	169
3.9.4	Berechnung des Unternehmenswertes	170
3.9.5	Fazit	171
3.10	Wahrscheinlichkeitsgewichtete Szenarien	172
3.10.1	Vorbemerkungen	172

3.10.2	Generelle Annahmen zum Bewertungsbeispiel	172
3.10.3	Bewertung	175
3.10.4	Fazit	181
3.11	Exkurs: Vereinfachtes Ertragswertverfahren	182
3.11.1	Die Konzeption des vereinfachten Ertragswertverfahrens	182
3.11.2	Ermittlung des nachhaltig erzielbaren Jahresergebnisses	183
3.11.3	Berechnung des Kapitalisierungsfaktors	185
3.11.4	Berechnung des Unternehmenswerts	186
4	Unternehmensbewertung mit Multiplikatoren	189
4.1	Grundprinzip und Vorgehensweise	189
4.1.1	Vorgehensweise bei der Multiplikatorenbewertung	190
4.1.2	Bildung von Multiplikatoren	190
4.1.3	Berechnung des Unternehmenswertes	191
4.2	Darstellung der unterschiedlichen Multiplikatoren	192
4.2.1	Equity Value- versus Enterprise Value-Multiplikatoren	192
4.2.2	Trading- versus Transaction-Multiplikatoren	194
4.2.3	Überblick über die unterschiedlichen Multiplikatoren	195
4.2.4	Multiplikatoren auf Basis von Bilanzgrößen – Kurs- Buchwert-Verhältnis	196
4.2.5	Multiplikatoren auf Basis von Größen aus der Gewinn- und Verlustrechnung	198
4.2.5.1	Umsatzmultiplikatoren	200
4.2.5.2	EV/EBITDA-Multiplikator	202
4.2.5.3	EV/EBITA-Multiplikator	203
4.2.5.4	EV/EBIT-Multiplikator	204
4.2.5.5	Kurs-Gewinn-Verhältnis	204
4.2.6	Cashflow-Multiplikatoren	205
4.2.7	Nicht-Finanzmultiplikatoren	207
4.2.8	Berücksichtigung des Wachstums	207
4.3	Berechnung der Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen	209
4.3.1	Auswahl der Vergleichsunternehmen	209
4.3.2	Auswahl der Bewertungsperiode	212
4.3.3	Auswahl des Multiplikators	214
4.3.4	Erhebung und Aufbereitung der Informationen	214
4.3.4.1	Marktwert des Eigenkapitals und Enterprise Value	215
4.3.4.2	Ermittlung der Bezugsgrößen: Jahresabschlusszahlen ..	216
4.3.4.3	Ermittlung der Bezugsgrößen: Schätzungen	216
4.3.5	Informationsaufbereitung und Multiplikatoren-Berechnung am Beispiel der Beru AG	218
4.3.5.1	Marktwert des Eigenkapitals	218
4.3.5.2	Enterprise Value	218
4.3.5.3	Berechnung vergangenheitsorientierter Multiplika- toren	219
4.3.5.3.1	Ermittlung der Bezugsgrößen für die einzelnen Multiplikatoren aus den Jahres- abschlusszahlen	219
4.3.5.3.2	Berechnung der Multiplikatoren	221

4.3.5.4	Berechnung zukunftsorientierter Multiplikatoren	221
4.3.5.4.1	Erhebung der Schätzungen	221
4.3.5.4.2	Plausibilisierung der Schätzungen	225
4.3.5.4.3	Interpolation bei einem vom Kalenderjahr abweichenden Geschäftsjahr	227
4.3.5.4.4	Berechnung der Multiplikatoren	228
	Exkurs: Bedeutung des Bewertungsstichtags vor dem Hintergrund der Volatilität des KGVs im Zeitverlauf	229
4.3.6	Marktwert versus Buchwert bei Anteilen Dritter und nicht-vollkonsolidierten Beteiligungen	230
4.3.6.1	Berücksichtigung der Anteile Dritter am Beispiel von Peugeot und Faurecia	231
4.3.6.2	Berücksichtigung nicht-vollkonsolidierter Beteili- gungen am Beispiel von Renault und Nissan	233
4.4	Multiplikatorenbewertung der KfZ-Zulieferer GmbH	235
4.4.1	Ermittlung der Multiplikatoren für die Vergleichsunter- nehmen	235
4.4.2	Aggregation der Einzelmultiplikatoren	244
4.4.3	Berechnung des Unternehmenswertes der KfZ-Zulieferer GmbH	247
4.5	Nicht-Finanzmultiplikatoren am Beispiel von T-Mobile	252
4.6	Multiplikatorenbewertung von Banken und Versicherungen	253
4.7	Multiplikatoren als verkürzte DCF-Modelle	256
4.7.1	Ableitung des EV/EBIT-Multiplikators aus dem DCF- Entity-Ansatz	257
4.7.2	Ableitung des KGV-Multiplikators aus dem DCF-Equity- Ansatz	259
4.7.3	Nutzung der abgeleiteten Zusammenhänge zur vereinfach- ten Ermittlung von (Nicht-Markt-)Multiplikatoren	260
4.7.4	Ableitung des KGV-Multiplikators aus dem Gordon Growth Modell	262
4.8	Kritische Würdigung der Multiplikatorenbewertung	264
5	Realloptions-Ansatz	267
5.1	Grundlagen des Realloptions-Ansatzes	267
5.1.1	Merkmale des Realloptions-Ansatzes	267
5.1.2	Klassifizierung von Realloptionen	268
5.1.3	Realloptions-Ansatz und traditionelle Unternehmens- bewertungsverfahren	270
5.1.4	Analogie realwirtschaftlicher Projekte zu Finanzoptionen	272
5.2	Werttreiber von Realloptions-Modellen	273
5.2.1	Wert des Basisinstruments	273
5.2.2	Ausübungspreis	274
5.2.3	Verfallzeit der Option	275
5.2.4	Wert der (entgangenen) Erträge bzw. Dividendenzahlungen	275
5.2.5	Risikofreier Zinssatz	276

5.2.6	Volatilität der Erträge aus dem Basisinstrument	276
5.2.6.1	Monte Carlo-Simulation zur Bestimmung der zukünftigen Volatilität	280
5.2.6.1.1	Methoden der Bestimmung der zukünftigen Volatilität	281
5.2.6.1.2	Beispiel für die Bestimmung der zukünftigen Volatilität	284
5.3	Verfahren zur Bewertung von Realoptionen	289
5.3.1	Prinzip der risikoneutralen Bewertung	290
5.3.2	Das Binomial-Modell	291
5.3.3	Das Black-Scholes-Modell	293
5.4	Unternehmensbewertung mit dem Realoptions-Ansatz	294
5.4.1	Bewertungs-Ansätze	294
5.4.2	Schritte der Realoptions-Bewertung	297
	Exkurs: Potenzialanalyse	299
5.5	Anwendungsgebiete der Realoptions-Bewertung	301
5.5.1	Bewertung einfacher Realoptionen	301
5.5.1.1	Bewertung durch eine europäische Option	302
	Exkurs: Black-Scholes-Modell	306
5.5.1.2	Bewertung durch eine amerikanische Option	308
5.5.2	Bewertung von Verbundoptionen	315
5.5.2.1	Entscheidungsbaumverfahren	316
5.5.2.2	Compound Real Options Ansatz	320
5.6	Kritische Würdigung des Realoptions-Ansatzes	325
6	Vor- und Nachteile der Bewertungsverfahren im Überblick	331
	Glossar	337
	Literaturverzeichnis	355
	Stichwortverzeichnis	359