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 Realoptionsansatz 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 Binomialmodelles 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 Marktpreisschätzungen 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 305

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