

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Abbildungsverzeichnis	XVII
Tabellenverzeichnis	XXI
Abkürzungsverzeichnis	XXVII
Autorenprofile	XXXI
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	6
1.3 Gesamtbewertungsverfahren	8
1.3.1 DCF-Verfahren	8
1.3.2 Ertragswertmethode	10
1.3.3 Multiplikatorenverfahren	10
1.3.4 Realoptions-Ansatz	11
2 Unternehmensplanung als Basis der zukunftsorientierten Unternehmensbewertung	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 Cash-flow-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 Cash-flows und des Terminal Value	32
3.2.1 Berechnung der operativen Free Cash-flows des Entity- und des APV-Ansatzes	32
3.2.2 Exkurs: Entity-Ansatz auf Basis von Total Cash-flows	35
3.2.3 Berechnung der Flows to Equity des Equity-Ansatzes	36
3.2.4 Berechnung des Terminal Value	38
3.2.4.1 Das Zwei-Phasenmodell zur Ermittlung des Wertes eines Unternehmens mit unendlicher Lebensdauer	38



	3.2.4.2	Berechnung des Terminal Value	39
	3.2.4.3	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
	3.3.3.2	Risikoprämie	52
	3.3.3.2.1	Systematisierung von Risiken	52
	3.3.3.2.2	Ermittlung der Risikoprämie mit Hilfe kapitalmarkttheoretischer Modelle	53
	3.3.3.2.3	Zuschläge bei der Berechnung der Risikoprämie	68
	3.3.4	Fremdkapitalkosten	70
3.4		Berechnung des Unternehmenswertes	74
3.5		Werttreiber der DCF-Modelle	80
	3.5.1	Wachstumsrate im Terminal Value	80
	3.5.2	Detailprognosehorizont	80
	3.5.3	Kapitalkosten	83
	3.5.4	Planzahlen	86
	3.5.4.1	Umsatz	86
	3.5.4.2	Kosten	88
	3.5.4.3	Investitionen	88
	3.5.5	Szenarioanalyse mit Hilfe von Werttreibern	91
3.6		Diskussion der Annahmen der DCF-Ansätze	91
	3.6.1	Die dem Equity-Ansatz zugrunde liegenden Annahmen ..	92
	3.6.2	Die dem Entity-Ansatz zugrunde liegenden Annahmen ..	94
	3.6.3	Entity-Modell mit periodenspezifischer Berechnung des WACC	96
3.7		DCF-Bewertung unter Berücksichtigung der persönlichen Einkommensteuer der Unternehmenseigner	100
	3.7.1	Einflussebenen der Steuer im DCF-Modell	100
	3.7.2	Bewertung von Kapitalgesellschaften	100
	3.7.2.1	Höhe des zu berücksichtigenden Einkommensteuersatzes	101
	3.7.2.2	Berechnung der bewertungsrelevanten Cash-flows	102
	3.7.2.2.1	Natürliche Personen als Unternehmenseigner	102
	3.7.2.2.2	Inländische Kapitalgesellschaften als Unternehmenseigner	103
	3.7.2.3	Ermittlung des Diskontierungszinssatzes	104
	3.7.2.4	Berechnung des Unternehmenswertes	107
	3.7.2.4.1	Natürliche Person als Unternehmenseigner	107
	3.7.2.4.2	Inländische Kapitalgesellschaft als Unternehmenseigner	108

3.7.3	Bewertung von Personengesellschaften bzw. Einzel- unternehmen	111
3.8	Spezifische Fragestellungen bei der DCF-Bewertung	116
3.8.1	Bewertung spezifischer Vermögensbestandteile	116
3.8.1.1	Nicht-betriebsnotwendiges Vermögen	116
3.8.1.2	Stille Reserven und Stille Lasten	117
3.8.1.3	Immaterielles Vermögen	118
3.8.1.4	Verlustvorträge/Ausschüttungssperre	122
3.8.2	Bewertung von Konzernen	126
3.8.2.1	Bewertung nicht-vollkonsolidierter Beteiligungen ..	127
3.8.2.2	Bewertung der Anteile Dritter am Konzern	130
3.8.2.3	Sum of the Parts-Bewertung	131
3.8.3	Einzelfragen	133
3.8.3.1	Pensionsaufwendungen, Pensionsrückstellungen und Pensionsverpflichtungen	133
3.8.3.2	Sonstige langfristige Rückstellungen	135
3.8.3.3	Leasingfinanzierung	136
3.8.3.4	Factoring/Forfaitierung	136
3.8.3.5	Bestimmung der im Terminal Value anzusetzenden Investitionen	137
3.8.3.6	Derivative Finanzinstrumente	139
3.8.3.7	Berücksichtigung der Dauerschuldkomponente bei der Gewerbesteuer	140
3.8.3.8	Die Problematik negativer Cash-flows	142
3.9	Exkurs: Dividend Discount Modell	143
3.9.1	Vorbemerkungen	143
3.9.2	Ableitung der wesentlichen Parameter aus der Planung ...	144
3.9.3	Berechnung der Dividende im Terminal Value	148
3.9.4	Berechnung des Unternehmenswertes	148
3.9.5	Fazit	148
3.10	Exkurs: Wahrscheinlichkeitsgewichtete Szenarien	149
3.10.1	Vorbemerkungen	149
3.10.2	Generelle Annahmen zum Bewertungsbeispiel	150
3.10.3	Bewertung	152
3.10.4	Fazit	159
4	Unternehmensbewertung mit Multiplikatoren	161
4.1	Grundprinzip und Vorgehensweise	161
4.1.1	Vorgehensweise bei der Multiplikatorenbewertung	162
4.1.2	Bildung von Multiplikatoren	162
4.1.3	Berechnung des Unternehmenswertes	163
4.2	Darstellung der unterschiedlichen Multiplikatoren	164
4.2.1	Equity Value- versus Enterprise Value-Multiplikatoren ...	164
4.2.2	Trading- versus Transaction-Multiplikatoren	166
4.2.3	Überblick über die unterschiedlichen Multiplikatoren ...	167
4.2.4	Multiplikatoren auf Basis von Bilanzgrößen – Kurs- Buchwert-Verhältnis	168
4.2.5	Multiplikatoren auf Basis von Größen aus der Gewinn- und Verlustrechnung	170

4.2.5.1	Umsatzmultiplikatoren	172
4.2.5.2	EV/EBITDA-Multiplikator	174
4.2.5.3	EV/EBITA-Multiplikator	175
4.2.5.4	EV/EBIT-Multiplikator	176
4.2.5.5	Kurs-Gewinn-Verhältnis	176
4.2.6	Cash-flow-Multiplikatoren	177
4.2.7	Nicht-Finanzmultiplikatoren	179
4.2.8	Berücksichtigung des Wachstums	179
4.3	Berechnung der Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen	181
4.3.1	Auswahl der Vergleichsunternehmen	181
4.3.2	Auswahl der Bewertungsperiode	184
4.3.3	Auswahl des Multiplikators	186
4.3.4	Erhebung und Aufbereitung der Informationen	186
4.3.4.1	Marktwert des Eigenkapitals und Enterprise Value	187
4.3.4.2	Ermittlung der Bezugsgrößen: Jahresabschlusszahlen	188
4.3.4.3	Ermittlung der Bezugsgrößen: Schätzungen	188
4.3.5	Informationsaufbereitung und Multiplikatoren-Berechnung am Beispiel der Beru AG	190
4.3.5.1	Marktwert des Eigenkapitals	190
4.3.5.2	Enterprise Value	190
4.3.5.3	Berechnung vergangenheitsorientierter Multiplikatoren	191
4.3.5.3.1	Ermittlung der Bezugsgrößen für die einzelnen Multiplikatoren aus den Jahresabschlusszahlen	191
4.3.5.3.2	Berechnung der Multiplikatoren	193
4.3.5.4	Berechnung zukunftsorientierter Multiplikatoren	193
4.3.5.4.1	Erhebung der Schätzungen	193
4.3.5.4.2	Plausibilisierung der Schätzungen	197
4.3.5.4.3	Interpolation bei einem vom Kalenderjahr abweichenden Geschäftsjahr	199
4.3.5.4.4	Berechnung der Multiplikatoren	200
4.3.5.5	Exkurs: Bedeutung des Bewertungsstichtags vor dem Hintergrund der Volatilität des KGV's im Zeitverlauf	200
4.3.6	Exkurs: Marktwert versus Buchwert bei Anteilen Dritter und nicht-vollkonsolidierten Beteiligungen	202
4.3.6.1	Berücksichtigung der Anteile Dritter am Beispiel von Peugeot und Faurecia	203
4.3.6.2	Berücksichtigung nicht-vollkonsolidierter Beteiligungen am Beispiel von Renault und Nissan	205
4.4	Multiplikatorenbewertung der KfZ-Zulieferer GmbH	207
4.4.1	Ermittlung der Multiplikatoren für die Vergleichsunternehmen	207
4.4.2	Aggregation der Einzelmultiplikatoren	216
4.4.3	Berechnung des Unternehmenswertes der KfZ-Zulieferer GmbH	219
4.5	Nicht-Finanzmultiplikatoren am Beispiel von T-Mobile	224

4.6	Multiplikatorenbewertung von Banken und Versicherungen	225
4.7	Multiplikatoren als verkürzte DCF-Modelle	228
4.7.1	Ableitung des EV/EBIT-Multiplikators aus dem DCF-Entity-Ansatz	229
4.7.2	Ableitung des KGV-Multiplikators aus dem DCF-Equity-Ansatz	231
4.7.3	Nutzung der abgeleiteten Zusammenhänge zur vereinfachten Ermittlung von (Nicht-Markt-)Multiplikatoren	232
4.7.4	Ableitung des KGV-Multiplikators aus dem Gordon Growth Modell	234
4.8	Kritische Würdigung der Multiplikatorenbewertung	236
5	Realoptions-Ansatz	239
5.1	Grundlagen des Realoptions-Ansatzes	239
5.1.1	Merkmale des Realoptions-Ansatzes	239
5.1.2	Klassifizierung von Realoptionen	240
5.1.3	Realoptions-Ansatz und traditionelle Unternehmensbewertungsverfahren	242
5.1.4	Analogie realwirtschaftlicher Projekte zu Finanzoptionen	244
5.2	Werttreiber von Realoptions-Modellen	245
5.2.1	Wert des Basisinstruments	245
5.2.2	Ausübungspreis	246
5.2.3	Verfallzeit der Option	247
5.2.4	Wert der (entgangenen) Erträge bzw. Dividendenzahlungen	247
5.2.5	Risikofreier Zinssatz	248
5.2.6	Volatilität der Erträge aus dem Basisinstrument	248
5.2.6.1	Exkurs: Monte Carlo-Simulation zur Bestimmung der zukünftigen Volatilität	252
5.2.6.1.1	Methoden der Bestimmung der zukünftigen Volatilität	253
5.2.6.1.2	Beispiel für die Bestimmung der zukünftigen Volatilität	256
5.3	Verfahren zur Bewertung von Realoptionen	261
5.3.1	Prinzip der risikoneutralen Bewertung	262
5.3.2	Das Binomial-Modell	263
5.3.3	Das Black-Scholes-Modell	265
5.4	Unternehmensbewertung mit dem Realoptions-Ansatz	266
5.4.1	Bewertungs-Ansätze	266
5.4.2	Schritte der Realoptions-Bewertung	269
5.5	Anwendungsgebiete der Realoptions-Bewertung	273
5.5.1	Bewertung einfacher Realoptionen	273
5.5.1.1	Bewertung durch eine europäische Option	274
5.5.1.2	Bewertung durch eine amerikanische Option	280
5.5.2	Bewertung von Verbundoptionen	287
5.5.2.1	Entscheidungsbaumverfahren	288
5.5.2.2	Compound Real Options Ansatz	292
5.6	Kritische Würdigung des Realoptions-Ansatzes	297

Glossar	303
Literaturverzeichnis	321
Stichwortverzeichnis	323

