

Akquisitionen, Börsengänge und Restrukturierungen: Fallstudien zur Unternehmensbewertung

von

Dr. Dr. h.c. Jochen Drukarczyk

Professor em. für Betriebswirtschaftslehre
an der Universität Regensburg

und

Dr. Andreas Schüler

Professor für Betriebswirtschaftslehre
an der Universität der Bundeswehr München

Verlag Franz Vahlen München

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	XI
Symbolverzeichnis	XIX
Abbildungsverzeichnis	XXI
Tabellenverzeichnis	XXIII

Teil A: Akquisitionen

1. Friedrich Deckel AG	3
1.1 Vorgeschichte	3
1.2 Verschmelzung mit der Maho AG	5
1.3 Bewertungsgrundsätze und -methode	7
1.4 Fragen	11
1.5 Anhang	12
2. Friedrich Deckel AG – Lösungsvorschlag	15
2.1 Droht der Eintritt der Überschuldung im expliziten Planungszeitraum?	15
2.2 Gewähren Kreditgeber die gemäß Tabelle 1-1 erforderlichen Neukredite?	17
2.3 Bewertung bei Einhaltung einer vorgegebenen bilanziellen Eigenkapitalquote	18
2.3.1 Zu diskontierende finanzielle Überschüsse	18
2.3.2 Diskontierungssatz	22
2.4 Bewertung und APV – Ansatz	24
2.5 Sind die ab 1998 unterstellten Ausschüttungen zulässig und begründbar?	26
2.6 Ergebnisse	27
2.7 Literatur	27
3. Airbus A380	29
3.1 Vorbemerkung	29
3.2 Unternehmensgründung	29
3.3 Geschichte der A380	31
3.4 Der Markt für Zivilflugzeuge	33

3.4.1	Erwartetes Marktvolumen	33
3.4.2	Modellpaletten von Airbus und Boeing	36
3.5	Die A380	37
3.5.1	Technische Aspekte	37
3.5.2	Airbus A380 vs. Boeing 747	37
3.5.3	Vorbestellungen	39
3.6	Produktionsplanung	41
3.6.1	Ursprüngliche Planung	41
3.6.2	Weitere Entwicklung	44
3.7	Fragen	46
3.8	Anhang	46
3.9	Literatur	47
4.	Airbus A380 – Lösungsvorschlag	49
4.1	Die Entscheidung für den Projektstart	49
4.2	Sensitivitätsanalyse	56
4.3	Bewertung des A380-Projekts mit revidierten Daten	57
4.4	Abbruch oder Fortführung?	61
5.	Gas-GmbH	63
5.1	Sachverhalt und Bewertung	63
5.2	Kritik des Verkäufers	68
6.	Gas-GmbH – Lösungsvorschlag	71
6.1	Mindert der Ansatz linearer Abschreibungen den Ertragswert?	71
6.2	Wirkt der Ansatz wirtschaftlicher Abschreibungsdauern Ertragswert-mindernd?	73
6.3	Zur Höhe des Diskontierungssatzes	78
6.4	Ergebnisse	81
7.	Werkzeug GmbH	83
7.1	Einleitung und Fragestellung	83
7.2	Jahresabschlussdaten und Analyse	84
7.2.1	Aktiva, Passiva und GuV-Rechnungen	84
7.2.2	Strukturbilanzen und Ertrags- und Aufwandsstruktur	88
7.2.3	Investitionen und Abschreibungen	90
7.2.4	Kapitalbindung im Umlaufvermögen und operativer Cashflow	91
7.2.5	Bilanzielle Renditen	92
7.3	Bewertungsauftrag	93
8.	Werkzeug GmbH – Lösungsvorschlag	95
8.1	Entziehbare Überschüsse in Phase 1	95
8.2	Entziehbare Überschüsse in Phase 2: Der Endwert	99

8.3	Diskontierungssatz	107
8.4	Literatur	108
9.	Optimale Leasing GmbH	109
10.	Optimale Leasing GmbH – Lösungsvorschlag	115
10.1	Analyse	115
10.2	Anhang	118
10.3	Literatur	118

Teil B: Börsengänge

11.	Fraport	121
11.1	Geschäftstätigkeit und Organisation des Fraport-Konzerns	121
11.2	Segmente	122
11.3	Marktumfeld & Unternehmensstrategie	123
11.4	Bewertung mit Multiples	124
11.4.1	Peer Group	124
11.4.2	Transaktionen	127
11.5	DCF-Bewertung	127
11.6	Fragen	132
11.7	Anhang	133
12.	Fraport – Lösungsvorschlag	137
12.1	Bewertung mit Multiplikatoren	137
12.2	DCF-Bewertung	138
12.3	Zusammenfassung und Sensitivitätsanalyse	146
12.4	Literatur	147
13.	Eurotunnel: Börsengang 1987	149
13.1	Ausschreibung	149
13.2	Beteiligte Parteien & Vertragswerke im Überblick	149
13.3	Technische Beschreibung und Leistungsfähigkeit des Systems	151
13.4	Struktur der Eurotunnel Group	153
13.5	Construction Agreement	154
13.6	Rail Usage Contract	155
13.7	Finanzierung	156
13.7.1	Kapitalbedarf	156
13.7.2	Credit Agreement	156
13.7.3	Eigenkapital	157
13.8	Finanzplanung	158
13.8.1	Umsatzplanung	158
13.8.2	Weitere Planungsannahmen	161
13.8.3	Vorteilhaftigkeitsprüfung und Sensitivitätsanalysen	162

13.9	Fragen	166
13.10	Anhang	167
13.11	Literatur	175
14.	Eurotunnel: Börsengang 1987 – Lösungsvorschlag	177
14.1	Rekonstruktion der im Emissionsprospekt genannten Renditen ...	177
14.2	DCF-Bewertung	177
14.3	Zur finanziellen Stabilität	183
14.4	Literatur	184

Teil C: Restrukturierungen

15.	Eurotunnel: Restrukturierung 2007	187
15.1	Überblick	187
15.2	Bauphase	189
15.3	Entwicklung des operativen Geschäfts	191
15.4	Finanzielle Entwicklung nach Eröffnung	195
15.5	Am Rande der Insolvenz	196
15.6	Der Sanierungsversuch	197
15.7	Zur Analyse des Sanierungsversuchs	202
15.8	Fragen	203
15.9	Anhang	203
15.10	Literatur	212
16.	Eurotunnel: Restrukturierung 2007 – Lösungsvorschlag	213
16.1	Unternehmenswert bei Eigenfinanzierung	213
16.2	Fremdfinanzierung	215
16.2.1	Kapitaldienst vor Restrukturierung	215
16.2.2	Kapitaldienst nach Restrukturierung	216
16.2.3	Steuereffekte der Fremdfinanzierung	221
16.2.4	Gegenüberstellung	221
16.2.5	Wert des Eigenkapitals	222
16.2.6	Sensitivitätsanalyse	224
16.3	Literatur	224
17.	Philipp Holzmann AG	225
17.1	Überblick	225
17.2	Finanzwirtschaftliche Analyse	228
17.2.1	Datenmaterial	228
17.2.2	Kennzahlen als Insolvenzindikatoren	229
17.2.3	Geschätztes Rating	230
17.2.4	Buch- und marktwertbasierte Residualgewinne	232
17.3	Die Krise und der Sanierungsversuch	234
17.3.1	Krisenursachen	234

17.3.2	Überschuldung	236
17.3.3	Maßnahmen zur finanziellen Sanierung	236
17.3.4	Maßnahmen zur operativen Restrukturierung	238
17.4	Fragen	238
17.5	Anhang	239
17.6	Literatur	250
18.	Philipp Holzmann AG – Lösungsvorschlag	253
18.1	Kennzahlenanalyse	253
18.1.1	Ergebnisse multivariater Diskriminanzanalysen	253
18.1.2	Kennzahlen gemäß Baetge/Jerschensky	254
18.1.3	Kennzahlen gemäß Standard & Poor's	255
18.2	Residualgewinne	257
18.3	Net Value Created	257
18.4	Sanierungsmaßnahmen	263
18.4.1	Beseitigung der bilanziellen Überschuldung	263
18.4.2	Wiederherstellen der Zahlungsfähigkeit	264
18.5	Ausblick	265
18.6	Literatur	266
19.	Continental Airlines	267
19.1	Vorbemerkung	267
19.2	Vorgeschichte und Daten	267
19.2.1	Vorgeschichte	267
19.2.2	Maßnahmen des Managements vor Erstellung des Reorganisationsplans (= Insolvenzplans)	268
19.2.3	Gebote von Investoren	269
19.2.4	Plandaten und Vorbereitung einer Lösung	269
19.3	Vorinsolvenzrechte, Anspruchszuordnung und Bewertung	273
19.4	Literatur	275
20.	Continental Airlines – Lösungsvorschlag	277
20.1	Problembehandlung	277
20.2	Obstruktionsverbot	277
20.3	Anteil der Alteigentümer am Fortführungswert	280
20.4	Zur Abdrängung der Alteigentümer	281
20.5	Ergebnisse	282
20.6	Literatur	283