

Unternehmens- bewertungen erstellen und verstehen

Ein Praxisleitfaden

von

Prof. Dr. Dr. Dietmar Ernst

Sonja Schneider

und

Bjoern Thielen

6., überarbeitete Auflage

Verlag Franz Vahlen München

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Abkürzungsverzeichnis	XV
Autorenprofile	XIX
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

X Inhaltsverzeichnis

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	56
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	Einflussebenen 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
3.7.3.2	Bewertung von Kapitalgesellschaften ohne Berücksichtigung persönlicher Einkommensteuern der Unternehmenseigner	118
3.7.3.3	Bewertung von Kapitalgesellschaften unter Einbezug persönlicher Einkommensteuern der Unternehmenseigner	122
3.7.3.4	Auswirkungen der Unternehmensteuerreform 2008 auf den Unternehmenswert	134
3.7.3.5	Verlustvorräte/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 Unternehmenswerts	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
3.12	Exkurs: Internationale Unternehmensbewertung	188
3.12.1	Grundlagen der internationalen Unternehmensbewertung	188
3.12.1.1	Anlässe für eine internationale Unternehmens- bewertung	189
3.12.1.2	Besonderheiten der internationalen Unternehmensbewertung	189
3.12.2	Länderrisiken	193
3.12.2.1	Berechnung aus den „Default Spreads“	194
3.12.2.2	Bestimmung der Länderrisikoprämie aus dem Länder- rating bzw. auf Basis von Unternehmensanleihen	195
3.12.2.3	Berechnung aus den relativen Standardabweichungen der Aktienmärkte	197
3.12.2.4	Berechnung aus einer Kombination aus Default Spreads und den relativen Standardabweichungen der Aktien- und Bondmärkte zueinander	199

3.12.3 Modelle zur Berücksichtigung des Länderrisikos in den Eigenkapitalkosten	200
3.12.3.1 Ermittlung der Eigenkapitalkosten mittels CAPM-basierter Modelle	201
3.12.3.2 Ermittlung der Eigenkapitalkosten mittels nicht-CAPM-basierter Modelle	209
3.12.3.3 Vergleich der Modelle	214
3.12.4 Wahl der Währung bei der internationalen Unternehmensbewertung	216
3.12.4.1 Internationale Unternehmensbewertung in harter Währung des Referenzmarktes	217
3.12.4.2 Internationale Unternehmensbewertung in lokaler Währung des Emerging Markets/High Growth Markets	219
4 Unternehmensbewertung mit Multiplikatoren	223
4.1 Grundprinzip und Vorgehensweise	223
4.1.1 Vorgehensweise bei der Multiplikatorenbewertung	224
4.1.2 Bildung von Multiplikatoren	224
4.1.3 Berechnung des Unternehmenswertes	225
4.2 Darstellung der unterschiedlichen Multiplikatoren	226
4.2.1 Equity Value- versus Enterprise Value-Multiplikatoren	226
4.2.2 Trading- versus Transaction-Multiplikatoren	228
4.2.3 Überblick über die unterschiedlichen Multiplikatoren	229
4.2.4 Multiplikatoren auf Basis von Bilanzgrößen – Kurs- Buchwert-Verhältnis	231
4.2.5 Multiplikatoren auf Basis von Größen aus der Gewinn- und Verlustrechnung	232
4.2.5.1 Umsatzmultiplikatoren	234
4.2.5.2 EV/EBITDA-Multiplikator	236
4.2.5.3 EV/EBITA-Multiplikator	237
4.2.5.4 EV/EBIT-Multiplikator	238
4.2.5.5 Kurs-Gewinn-Verhältnis	238
4.2.6 Cashflow-Multiplikatoren	239
4.2.7 Nicht-Finanzmultiplikatoren	241
4.2.8 Berücksichtigung des Wachstums	241
4.3 Berechnung der Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen	243
4.3.1 Auswahl der Vergleichsunternehmen	243
4.3.2 Auswahl der Bewertungsperiode	246
4.3.3 Auswahl des Multiplikators	248
4.3.4 Erhebung und Aufbereitung der Informationen	248
4.3.4.1 Marktwert des Eigenkapitals und Enterprise Value	249
4.3.4.2 Ermittlung der Bezugsgrößen: Jahresabschlusszahlen ..	250
4.3.4.3 Ermittlung der Bezugsgrößen: Schätzungen	250
4.3.5 Informationsaufbereitung und Multiplikatoren-Berechnung am Beispiel der Beru AG	252
4.3.5.1 Marktwert des Eigenkapitals	252
4.3.5.2 Enterprise Value	252

4.3.5.3	Berechnung vergangenheitsorientierter Multiplikatoren	253
4.3.5.4	Berechnung zukunftsorientierter Multiplikatoren	255
4.3.6	Marktwert versus Buchwert bei Anteilen Dritter und nicht-vollkonsolidierten Beteiligungen	264
4.3.6.1	Berücksichtigung der Anteile Dritter am Beispiel von Peugeot und Faurecia	265
4.3.6.2	Berücksichtigung nicht-vollkonsolidierter Beteiligungen am Beispiel von Renault und Nissan	267
4.4	Multiplikatorenbewertung der KfZ-Zulieferer GmbH	269
4.4.1	Ermittlung der Multiplikatoren für die Vergleichsunternehmen	269
4.4.2	Aggregation der Einzelmultiplikatoren	278
4.4.3	Berechnung des Unternehmenswertes der KfZ-Zulieferer GmbH	281
4.5	Nicht-Finanzmultiplikatoren am Beispiel von T-Mobile	286
4.6	Multiplikatorenbewertung von Banken und Versicherungen	287
4.7	Multiplikatoren als verkürzte DCF-Modelle	290
4.7.1	Ableitung des EV/EBIT-Multiplikators aus dem DCF-Entity-Ansatz	291
4.7.2	Ableitung des KGV-Multiplikators aus dem DCF-Equity-Ansatz	293
4.7.3	Nutzung der abgeleiteten Zusammenhänge zur vereinfachten Ermittlung von (Nicht-Markt-)Multiplikatoren	294
4.7.4	Ableitung des KGV-Multiplikators aus dem Gordon Growth Modell	296
4.8	Kritische Würdigung der Multiplikatorenbewertung	298
5	Vor- und Nachteile der Bewertungsverfahren im Überblick	301
	Glossar	305
	Literaturverzeichnis	319
	Stichwortverzeichnis	323