

Inhaltsverzeichnis

Seite

Vorwort	3
Kapitel 1 Neuerungen des Fachgutachtens und deren Relevanz für die Praxis	
1.1 Einleitung	13
1.2 Die „neue“ Rolle des Wirtschaftstreuhanders bei der Unternehmens- bewertung	15
1.2.1 Anforderungen an eine Unternehmensbewertung	15
1.2.2 Planung in Phasen – Einführung einer zusätzlichen Grobplanungsphase ..	16
1.2.2.1 Detailplanungsphase	16
1.2.2.2 Grobplanungsphase	16
1.2.2.3 Terminal Value (Ewige Rente)	17
1.2.3 Plausibilitätsbeurteilung der Planung	17
1.2.4 Mangelhafte Planung	19
1.2.4.1 Formelle Mängel	19
1.2.4.2 Materielle Mängel	19
1.2.4.3 Fehlende Planung	20
1.2.5 Synergieeffekte	20
1.3 Methodische Änderungen bei der Bewertung	21
1.3.1 Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes	21
1.3.2 Berücksichtigung von Insolvenzwahrscheinlichkeiten	22
1.4 Plausibilitätsbeurteilung des Bewertungsergebnisses	24
1.4.1 Multiplikatorverfahren	24
1.5 Herausforderungen in der Praxis	26
Kapitel 2 DCF-Verfahren im Überblick	
2.1 Einleitung	28
2.2 Cash-Flows	28
2.2.1 Cash-Flow-Rechnung	29
2.2.2 Trennung von operativem Bereich und dem Finanzierungsbereich	30
2.2.3 Berücksichtigung von Ausschüttungsrestriktionen	32

Inhaltsverzeichnis

	Seite
2.3 Methoden der DCF-Verfahren	34
2.3.1 Brutto- vs Nettomethoden	34
2.3.2 WACC-Ansätze	35
2.3.2.1 Free-Cash-Flow-Ansatz	35
2.3.2.2 Periodenspezifische Kapitalkosten und das Zirkularitätsproblem	37
2.3.2.3 Total-Cash-Flow-Ansatz	40
2.3.3 Adjusted Present Value-Ansatz	41
2.3.4 Equity-Methode und Ertragswertmethode	42
2.3.5 Zusammenfassung der Methoden der DCF-Verfahren	44
2.3.6 Verfahrensauswahl	44
2.4 Diskontierungszinssatz	46
2.4.1 Ermittlung der Eigenkapitalkosten	46
2.4.2 Fremdkapitalkosten	48
2.5 Resümee	49

Kapitel 3 Die Weighted Average Cost of Capital (WACC)

3.1 Einleitung	51
3.2 Theoretische Grundlagen der WACC	52
3.3 Die Ermittlung der Eigenkapitalkosten unter Anwendung des CAPM	53
3.3.1 Das CAPM als theoretische Basis der Ermittlung der Eigenkapitalkosten ..	54
3.3.2 Der risikolose Zinssatz	57
3.3.3 Die Marktrisikoprämie	59
3.3.4 Der Betafaktor	61
3.3.5 Das Beta des Fremdkapitals	67
3.3.6 Weitere Risikozuschläge	68
3.3.7 Kritik an Einfaktormodellen zur Ermittlung von Eigenkapitalkosten	69
3.4 Die Ermittlung der Fremdkapitalkosten	71
3.5 Die Gewichtung des Eigenkapital- und Fremdkapitalanteils	72
3.5.1 Die Irrelevanz der Kapitalstruktur	72
3.5.2 Die optimale Kapitalstruktur	73
3.5.3 Die Gewichtung der Kapitalanteile	74
3.6 Resümee	76

Kapitel 4 Wertorientierte Unternehmensanalyse

4.1	Grundlagen der wertorientierten Unternehmensanalyse	80
4.1.1	Einleitung	80
4.1.2	Struktur von wertorientierten Unternehmensanalysen	82
4.1.3	Berechnung der operativen Rentabilität	84
4.1.4	Abgrenzung von operativem Leistungsbereich und Finanzierungsbereich ..	85
4.2	Zusammenhang zwischen wertorientierter Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertungen	87
4.3	Analyse zentraler Werttreiber	92
4.3.1	Wachstum	93
4.3.2	Operative Profitabilität	94
4.3.2.1	Kurzfristige Profitabilitätsanalyse	95
4.3.2.2	Mittel- und langfristige Profitabilitätsanalyse	96
4.3.3	Operative Vermögenseffizienz	99
4.3.4	Finanzielle Kapitaleffizienz	101
4.4	Vergleichende Wertanalyse	101
4.4.1	Historische Rentabilitätsanalyse Andritz	103
4.4.2	Peer Group Vergleich	103
4.5	Resümee	104

Kapitel 5 Besondere Herausforderungen beim Ansatz der Ewigen Rente

5.1	Einleitung	106
5.2	Die Ewige Rente – der eingeschwungene Zustand	107
5.2.1	Die Wachstumsrate	108
5.2.1.1	Preisbedingtes Wachstum	109
5.2.1.2	Höhe der Wachstumsrate	109
5.2.1.3	Insolvenzrisiko als negative Wachstumsrate	110
5.2.1.4	Implikationen der Wachstumsrate auf GuV, Bilanz und Kapitalkosten	111
5.2.2	Das nachhaltige Ergebnis	112
5.2.2.1	Erlöse	112
5.2.2.2	Operative Marge (EBITDA-Marge)	112

Inhaltsverzeichnis

	Seite
5.2.3 Das nachhaltige Invested Capital	113
5.2.3.1 Anlagevermögen	113
5.2.3.2 Working Capital	115
5.2.4 Die nachhaltige Kapitalstruktur	116
5.2.5 Rentabilität in der Ewigen Rente	117
5.2.6 Relativer Wertbeitrag der Ewigen Rente	119
5.3 Grobplanungsphase und Sonderwerte	119
5.4 Resümee und Ausblick	121

Kapitel 6 Das Multiplikatorverfahren

6.1 Einleitung	123
6.2 Konzept	124
6.2.1 Allgemeines	124
6.2.2 Bezugsgrößen	124
6.2.2.1 Vorbemerkungen	124
6.2.2.2 Auswahl der Bezugsgrößen	125
6.2.2.3 Vergangenheitsbezogene Bezugsgrößen vs zukunftsorientierte Bezugsgrößen	129
6.3 Trading Multiplikatoren	131
6.3.1 Berechnungsmethodik	131
6.3.2 Auswahl der Vergleichsunternehmen	131
6.3.3 Datenquellen	132
6.3.4 Berechnung des Peer Group-Multiplikators	132
6.3.5 Zuschläge und Abschläge bzw Prämien	132
6.4 Branchen Multiplikatoren	133
6.5 Multiplikatoren von Aktienindizes	133
6.6 Transaktionsmultiplikatoren	134
6.6.1 Berechnungsmethodik	134
6.6.2 Ermittlung vergleichbarer Transaktionen	134
6.6.3 Datenquellen	135
6.6.4 Zuschläge und Abschläge bzw Prämien	135
6.7 Retrograde Multiplikatoren	135
6.8 Multiplikatoren auf Basis von Erfahrungssätzen	136
6.9 Resümee	136

	Seite
Kapitel 7 IFRS-getriebene Bewertungen	
7.1 Einleitung	138
7.2 IFRS 3 (Purchase Price Allocation)	138
7.2.1 Identifizierung von immateriellen Vermögenswerten	140
7.2.2 Bewertung von immateriellen Vermögenswerten	141
7.2.2.1 Bewertungsverfahren und Anwendung in der Praxis	141
7.2.2.2 Wesentliche Einflussfaktoren auf das Ergebnis	145
7.2.3 Auswirkung der Purchase Price Allocation auf Bilanzbild und Ergebnis ...	147
7.3 Impairment Test	148
7.3.1 Allgemeines	148
7.3.2 Durchführung des Impairment Tests	149
7.3.2.1 Bestimmung der zahlungsmittelgenerierenden Einheit	150
7.3.2.2 Bestimmung des Buchwertes und Allokation des Goodwills	151
7.3.2.3 Ermittlung des erzielbaren Betrages	152
7.3.2.4 Diskontierungszinssatz und Steuern	154
7.4 Resümee	155
Kapitel 8 Fairness Opinion	
8.1 Einleitung	157
8.2 Begriffliche Bestimmung	157
8.2.1 Zweck der Fairness Opinion	159
8.2.2 Anlässe	159
8.3 Ablauf einer Fairness Opinion	160
8.3.1 Klärung der Unabhängigkeit	160
8.3.2 Auftragsgestaltung / Flexibilisierung	161
8.3.3 Typischer Prozessablauf	162
8.3.3.1 Ermittlung des spezifischen Sachverhalts	162
8.3.3.2 Vorbereitende Überlegungen	163
8.3.3.3 Vergleichsmaßstab und Bewertungsmethodik	167
8.3.3.4 Festlegung Beurteilungsmaßstab (Wertermittlung)	168
8.3.3.5 Berichterstattung	169
8.4 Resümee	170

Kapitel 9 Der Ablauf einer Unternehmensbewertung

9.1	Einleitung	173
9.2	Auftragserteilung	173
9.2.1	Bewertungsobjekt	174
9.2.2	Bewertungsanlass	175
9.2.3	Bewertungszweck	175
9.2.3.1	Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts	175
9.2.3.2	Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts	176
9.2.3.3	Ermittlung eines Schiedswerts	176
9.2.3.4	Exkurs: Fairness Opinion	177
9.2.4	Bewertungsverfahren	177
9.2.5	Bewertungszeitpunkt	178
9.2.6	Zeitraum der Unternehmensbewertung	178
9.2.7	Definition des Projektteams	178
9.2.8	Berichterstattung	179
9.2.9	Datengrundlage	179
9.2.10	Vereinbarung der Kosten	179
9.3	Auftragsdurchführung	179
9.3.1	Informationsbeschaffung	179
9.3.2	Analysen	180
9.3.2.1	Historische Finanzdaten	181
9.3.2.2	Analyse der Planungsrechnung	183
9.3.2.3	Durchführung der Unternehmensbewertung	186
9.4	Resümee	187

Kapitel 10 Unternehmensbewertungen – Dos und Don'ts

10.1	Fehler bei der Analyse der Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz und Kapitalflussrechnung	188
10.1.1	Abgrenzung des Bewertungsobjekts	188
10.1.2	Vergangenheitsanalyse	189
10.1.3	Analyse der Ertragskraft	190
10.1.4	Planungsrechnung	190
10.1.5	Bewertung von Wachstumsunternehmen	192

	Seite
10.2 Fehler bei der Berechnung der durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten	193
10.2.1 WACC-Ermittlung auf Basis von Buchwerten	194
10.2.2 Ansatz von Zielkapitalquoten	194
10.2.3 Betafaktoren	195
10.2.4 Fremdkapitalkosten	195
10.2.5 Berücksichtigung von Risiken	196
10.2.6 Konstante Kapitalkosten	196
10.2.7 Impairmentbewertung	197
10.3 Fehler bei der Anwendung der Bewertungsmodelle	197
10.3.1 Entity vs Equity Value	197
10.3.2 Nachhaltiges Rentabilitätsniveau	198
10.3.3 Nachhaltig ausschüttbare Cash-Flows	199
10.3.4 Nachhaltige Wachstumsrate	200
10.3.5 Überrenditen	201
10.3.6 Abzinsung der Ewigen Rente	201
10.3.7 Einwertige Bewertungsergebnisse	201
10.4 Resümee	202

Anhang

Abkürzungsverzeichnis	203
Stichwortverzeichnis	205