

Branchenorientierte Unternehmensbewertung

von

Prof. Dr. Dr. h.c. Jochen Drukarczyk, Prof. Dr. Dr. Dietmar Ernst

3., überarbeitete und erweiterte Auflage

[Branchenorientierte Unternehmensbewertung – Drukarczyk / Ernst](#)

schnell und portofrei erhältlich bei beck-shop.de DIE FACHBUCHHANDLUNG

Thematische Gliederung:

[Finanzwirtschaft, Banken, Börse – Corporate Finance, Banken und Kapitalmarkt](#)

Verlag Franz Vahlen München 2010

Verlag Franz Vahlen im Internet:

www.vahlen.de

ISBN 978 3 8006 3654 9

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|----|
| Vorwort zur dritten Auflage | V |
| Vorwort zur ersten Auflage | VI |
| Prolog | 1 |
| | |
| 1 Die Relevanz von Branchenanalysen für die Unternehmensbewertung | |
| <i>von Markus Habel, Jan Krause und Michael Ollmann</i> | 9 |
| 1.1 Einleitung | 9 |
| 1.1.1 Anlässe für Bewertung von Unternehmen | 9 |
| 1.1.2 Was verstehen wir unter einer Branche? | 10 |
| 1.1.3 Die Bedeutung der Branche für die Unternehmensbewertung | 10 |
| 1.1.3.1 Bedeutung der Branche für die Unternehmensplanung | 11 |
| 1.1.3.2 Bedeutung der Branche für die Bewertungstechnik | 11 |
| 1.1.4 Wie sind die folgenden Seiten aufgebaut? | 12 |
| 1.2 Branchenanalysen als Bestandteil der Unternehmensbewertung | 12 |
| 1.2.1 Analyse des Marktumfelds | 12 |
| 1.2.1.1 Innovation | 12 |
| 1.2.1.2 Regulierung | 13 |
| 1.2.1.3 Demographische Entwicklung | 13 |
| 1.2.2 Branchenanalyse mit Zielsetzung Unternehmensbewertung | 14 |
| 1.2.2.1 Branchenstruktur | 14 |
| 1.2.2.2 Branchenverhalten | 15 |
| 1.2.2.3 Branchenperformance | 16 |
| 1.2.3 Übertragung der Ergebnisse der Branchenanalyse | 17 |
| 1.2.3.1 Bestimmung der branchenspezifischen Werttreiber | 17 |
| 1.2.3.2 Auswahl der Unternehmens-Peers | 18 |
| 1.2.4 Grenzen der Branchenanalyse | 18 |
| 1.3 Ausblick: Mehrwert einer branchenübergreifenden Betrachtung | 18 |
| | |
| 2 Bewertung von Zulieferunternehmen | |
| <i>von Matthias Pohl und Bjoern Thielen</i> | 21 |
| 2.1 Beschreibung der Branchenmerkmale | 21 |
| 2.1.1 Aktuelle Automobilkrise | 21 |
| 2.1.2 Struktur der Automobilindustrie | 22 |
| 2.1.3 Fahrzeugmodelle, -segmente | 24 |
| 2.1.4 Geschäftsbeziehungen innerhalb der Zulieferpyramide | 25 |
| 2.1.5 Anforderungen an die Zulieferunternehmen | 26 |
| 2.2 Unternehmensbezogene Analysen, Unternehmensplanung und -bewertung | 26 |
| 2.2.1 Beurteilung der Ausgangssituation | 27 |
| 2.2.2 Umsatzplausibilisierung anhand einer Analyse des Auftrags- und Projektbuches | 28 |
| 2.2.2.1 Ausgangsbasis | 28 |
| 2.2.2.2 Auftragsbuch | 28 |
| 2.2.2.3 Projektbuch | 29 |
| 2.2.2.4 Umsatzchancen und -risiken | 30 |
| 2.2.2.5 Ergebnisentwicklung | 31 |
| 2.2.2.6 Fazit | 32 |

| | |
|--|----|
| 2.2.3 Unternehmensbewertung | 32 |
| 2.2.3.1 Bewertung | 33 |
| 2.2.3.2 Plausibilisierung | 34 |
| 2.3 Zusammenfassung | 36 |
| 3 Bewertung von Unternehmen im Großanlagenbau | |
| <i>von Sigrid Krolle und Jan-Dirk Sommerkamp</i> | 37 |
| 3.1 Die wunderbare Welt des Großanlagenbaus | 37 |
| 3.1.1 Vorbemerkung | 37 |
| 3.1.2 Wesentliche Merkmale | 38 |
| 3.1.2.1 Geschäftsmodelle | 38 |
| 3.1.2.2 Leistungsbezogene Merkmale | 42 |
| 3.1.2.2.1 Marktrisiken | 42 |
| 3.1.2.2.2 Operative Risiken | 44 |
| 3.1.2.3 Finanzwirtschaftliche Merkmale | 45 |
| 3.2 Analyse der Planungsrechnung | 47 |
| 3.3 Bewertung künftig erwarteter Zahlungsströme | 49 |
| 3.3.1 Kurzdarstellung üblicher Bewertungsverfahren | 49 |
| 3.3.2 Branchenspezifische Problemfelder in der Unternehmensbewertung | 50 |
| 3.3.2.1 Zyklus (charakteristische Ergebnisschwankung) | 51 |
| 3.3.2.2 Liquidität und Anzahlungen | 52 |
| 3.3.2.3 Mutter-Tochter-Konzernverbund | 54 |
| 3.4 Praxisbeispiel | 55 |
| 3.5 Schlussbemerkung | 61 |
| 3.6 Literatur | 61 |
| 4 Bewertung kleiner und mittlerer Brauereien | |
| <i>von Helmuth Adam</i> | 63 |
| 4.1 Branchenüberblick | 64 |
| 4.1.1 Der Weltbiermarkt wächst kontinuierlich | 64 |
| 4.1.2 Die größten Brauereigruppen der Welt | 64 |
| 4.1.3 Der deutsche Biermarkt | 66 |
| 4.1.3.1 Der Bierabsatz sinkt seit über 30 Jahren | 66 |
| 4.1.3.2 Die deutsche Brauwirtschaft 2008 – Überblick | 66 |
| 4.1.3.3 Bierausstoß und Brauereien nach Bundesländern 2007 | 67 |
| 4.1.3.4 Anzahl und Ausstoß Brauereien nach Größenklassen 2007 | 67 |
| 4.1.3.5 Die größten Brauereigruppen Deutschlands 2007 | 68 |
| 4.1.3.6 Wie groß sind kleine und mittlere Brauereien? | 68 |
| 4.2 Bewertung kleiner und mittlerer Brauereien | 70 |
| 4.2.1 Bewertungsanlässe | 70 |
| 4.2.2 Besonderheiten bei der Brauereibewertung | 71 |
| 4.2.3 Bewertungsverfahren – auch hier bestimmt der Zweck die Methode | 71 |
| 4.2.3.1 Substanzwertorientierte Verfahren – für das Gewesene gibt der Kaufmann nichts | 72 |
| 4.2.3.2 Liquidationswert – manche Brauerei ist tot mehr wert als lebendig | 72 |
| 4.2.3.3 Ertragswertorientierte Verfahren | 73 |
| 4.2.3.3.1 Ertragswertverfahren | 73 |
| 4.2.3.3.2 DCF-Verfahren | 73 |
| 4.2.3.4 Exkurs: Der Kapitalisierungszinssatz | 74 |
| 4.2.3.5 Mischverfahren | 75 |
| 4.2.3.5.1 Mittelwertmethode – der Substanzwert nimmt den Ertragswert an die ... Kandare | 75 |
| 4.2.3.5.2 Das Weihenstephaner Konzept – Wert der Kunden steht im Vordergrund | 75 |



| | | |
|-----------|---|-----|
| 4.2.3.6 | Vergleichs- oder Multiplikatorenverfahren | 75 |
| 4.2.3.6.1 | Branchenrichtpreis – wie viel zahlt man für eine Brauerei? | 76 |
| 4.2.3.6.2 | EV/EBITDA-Multiplikator – Interbrew zahlt 20faches EBITDA für Becks | 76 |
| 4.3 | Fallbeispiel: Bewertung einer mittelständischen Brauerei | 77 |
| 4.3.1 | Allgemeine Informationen und Basisdaten | 77 |
| 4.3.2 | Vergangenheitsanalyse – Istzahlen | 78 |
| 4.3.3 | Prognoserechnung – Planzahlen | 80 |
| 4.3.4 | Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes | 81 |
| 4.3.5 | Berechnung des Ertragswerts | 81 |
| 4.3.6 | Ermittlung des Verkehrswerts des nicht betriebsnotwendigen Vermögens | 82 |
| 4.3.7 | Ermittlung des Wertes der Brauerei und des 20%-Anteils | 82 |
| 4.3.8 | Bewertung im Falle einer Liquidation | 83 |
| 4.4 | Schlussbetrachtung | 85 |
| 4.5 | Literatur | 86 |
| 5 | Bewertung von Medienunternehmen | |
| | <i>Von Karl Ulrich und Petra Glinski</i> | 87 |
| 5.1 | Bewegung in der Medienlandschaft – Stagflation bei den Bewertungsmethoden!? | 88 |
| 5.2 | Besonderheiten der Unternehmensbewertung in der Medienbranche | 91 |
| 5.2.1 | Eine kleine Systematik traditioneller und spezieller Bewertungsansätze | 91 |
| 5.2.2 | Besonderheiten bei der Bewertung von Medienunternehmen | 93 |
| 5.2.3 | Zur Bewertung von Intellectual Property | 94 |
| 5.3 | Beispiel: Die Bewertung einer marktführenden Formatbibliothek | 95 |
| 5.3.1 | Die Ausgangssituation | 95 |
| 5.3.2 | Die Herausforderung | 95 |
| 5.3.3 | Die pragmatische Lösung | 96 |
| 5.4 | Beispiel: Die Bewertung crossmedial entwickelter Formate | 98 |
| 5.4.1 | Die Ausgangssituation | 98 |
| 5.4.2 | Verwertungsmöglichkeiten, Formate und Geschäftsmodelle | 99 |
| 5.4.3 | Crossmediale Synergien | 99 |
| 5.4.4 | Fallbeispiel: Crossmediales TV-Format „Und morgen sind sie wieder unsere Nachbarn“ – Innenansichten aus der JVA Oldenburg | 100 |
| 5.4.5 | Themenentwicklung und -verwertung verlangt Bewertungsmaßstäbe | 101 |
| 5.5 | Kritische Entscheidungen in der Entwicklung und Einführung neuer Formate wirkungsvoll unterstützen | 102 |
| 6 | Bewertung immaterieller Vermögenswerte in der Medienbranche | |
| | <i>Von Vera-Carina Elter</i> | 105 |
| 6.1 | Medienbranche allgemein | 105 |
| 6.1.1 | Einleitung | 105 |
| 6.1.2 | Abgrenzung der Medienunternehmen | 106 |
| 6.2 | Medienbranche im Wandel | 108 |
| 6.2.1 | Aktuelle Entwicklungen | 108 |
| 6.2.2 | Strategien von Medienunternehmen | 110 |
| 6.2.3 | Die Europäische Informationsgesellschaft | 112 |
| 6.3 | Finanzierung in der Medienbranche | 113 |
| 6.4 | Preistrends und Multiplikatoren in der Medienbranche | 116 |
| 6.5 | Immaterielle Vermögenswerte in der Medienbranche | 121 |
| 6.5.1 | Beschreibung ausgewählter immaterieller Vermögenswerte | 121 |
| 6.5.1.1 | Verlags-, Titel- und Belieferungsrechte | 121 |
| 6.5.1.2 | Programmvermögen im Allgemeinen | 122 |
| 6.5.2 | Erworbene Immaterielle Vermögenswerte im Rahmen eines Unternehmenszusammenschlusses | 122 |

| | | |
|-----------|--|-----|
| 6.6 | Immaterielle Vermögenswerte als Werttreiber bei Transaktionen | 123 |
| 6.6.1 | Die Abbildung von immateriellen Vermögenswerten im Allgemeinen | 123 |
| 6.6.2 | Die Abbildung von immateriellen Vermögenswerten in der Medienbranche | 125 |
| 6.7 | Ausgewählte Planungs- und Bewertungsthemenstellungen in der Medienbranche ... | 128 |
| 6.7.1 | Planungsthemenstellungen | 128 |
| 6.7.2 | Ansatz von immateriellen Vermögenswerten im Rahmen von Unternehmens- zusammenschlüssen | 130 |
| 6.7.3 | Impairment Test nach IAS 36 | 132 |
| 6.8 | Literatur | 136 |
| 7 | Bewertung von Versicherungsunternehmen | |
| | <i>von Alfred Graßl und Martin Beck</i> | 139 |
| 7.1 | Einleitung | 140 |
| 7.2 | Bewertungsrelevante Grundlagen der Versicherungswirtschaft | 141 |
| 7.2.1 | Differenzierung von Versicherungsunternehmen nach Sparten | 141 |
| 7.2.2 | Differenzierung von Versicherungsunternehmen nach Rechtsformen | 142 |
| 7.2.3 | Methoden zur Bewertung von Versicherungsunternehmen | 143 |
| 7.3 | Erläuterung bewertungsrelevanter versicherungstechnischer Besonderheiten im Jahresabschluss | 144 |
| 7.3.1 | Bilanz | 144 |
| 7.3.1.1 | Aktiva | 145 |
| 7.3.1.1.1 | Kapitalanlagen | 145 |
| 7.3.1.1.2 | Forderungen aus dem selbstabgeschlossenen Versicherungsgeschäft (Forderungen s.a.G.) | 145 |
| 7.3.1.1.3 | Sonstige Aktiva | 145 |
| 7.3.1.2 | Passiva | 145 |
| 7.3.1.2.1 | Versicherungstechnische Rückstellungen | 145 |
| 7.3.1.2.2 | Beitragsüberträge | 145 |
| 7.3.1.2.3 | Schadenrückstellung (Rückstellung für noch nicht abgewickelte Versicherungsfälle) | 146 |
| 7.3.1.2.4 | Schwankungsrückstellung und ähnliche Rückstellungen | 146 |
| 7.3.1.2.5 | Sonstige versicherungstechnische Rückstellungen | 146 |
| 7.3.1.2.6 | Andere Rückstellungen | 147 |
| 7.3.1.2.7 | Verbindlichkeiten aus dem selbst abgeschlossenen Versicherungsgeschäft (Verbindlichkeiten s.a.G.) | 147 |
| 7.3.1.2.8 | Sonstige Passiva | 147 |
| 7.3.2 | Aufbau der Gewinn- und Verlustrechnung | 147 |
| 7.3.2.1 | Verdiente Beiträge brutto | 147 |
| 7.3.2.2 | Aufwendungen für Versicherungsfälle brutto | 148 |
| 7.3.2.3 | Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb brutto | 148 |
| 7.3.2.4 | Übriges versicherungstechnisches Ergebnis | 148 |
| 7.3.2.5 | Rückversicherungsergebnis | 148 |
| 7.3.2.6 | Kapitalanlageergebnis | 148 |
| 7.3.2.7 | Übriges Ergebnis | 148 |
| 7.3.3 | Solvabilität | 148 |
| 7.4 | Ermittlung des Unternehmenswerts | 149 |
| 7.4.1 | Kapitalisierungszinssatz | 150 |
| 7.4.1.1 | Risikozuschlag | 151 |
| 7.4.1.2 | Wachstumsabschlag | 151 |
| 7.4.2 | Vergangenheitsanalyse | 152 |
| 7.4.2.1 | Kostensatz | 153 |
| 7.4.2.2 | Geschäftsjahresschadenquote | 153 |
| 7.4.2.3 | Combined Ratio | 153 |



| | | |
|----------|--|-----|
| 7.4.2.4 | Abwicklungsquote | 154 |
| 7.4.2.5 | Nicht versicherungstechnisches Ergebnis | 154 |
| 7.4.3 | Prognoserechnungen | 154 |
| 7.4.3.1 | Beiträge | 155 |
| 7.4.3.2 | Kostenteilung | 155 |
| 7.4.3.3 | Aufwendungen für Versicherungsfälle | 157 |
| 7.4.3.4 | Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb | 157 |
| 7.4.3.5 | Rückversicherungsergebnis | 157 |
| 7.4.3.6 | Kapitalanlageergebnis | 157 |
| 7.4.3.7 | Übriges Ergebnis | 159 |
| 7.4.4 | Gutachterliche Bewertungskorrekturen in der Prognoserechnung | 159 |
| 7.4.5 | Branchenspezifische Aspekte | 159 |
| 7.4.5.1 | Nicht betriebsnotwendiges Vermögen | 159 |
| 7.4.5.2 | Behandlung stiller Reserven | 160 |
| 7.4.6 | Modularer Aufbau der Ertragswertermittlung eines Schaden-/Unfall- Versicherungsunternehmens | 160 |
| 7.5 | Schlussbemerkung und Zusammenfassung | 160 |
| 7.6 | Literatur | 161 |
| 8 | Bewertung von Leasingunternehmen | |
| | <i>von Konrad Fritz Göller und Erik Schlumberger</i> | 165 |
| 8.1 | Der Leasing-Begriff und der deutsche Leasing-Markt | 165 |
| 8.2 | Wettbewerbsvorteile des Leasings gegenüber anderen Finanzierungsformen | 167 |
| 8.3 | Werttreiber im Leasinggeschäft | 169 |
| 8.4 | Ermittlung von Plandaten bei Leasingunternehmen | 173 |
| 8.4.1 | Planung bilanzieller Größen versus direkte Planung von Ein- und Auszahlungen .. | 173 |
| 8.4.2 | Detailplanungsphase | 177 |
| 8.4.3 | Grobplanungsphase und nachhaltiges Jahr | 180 |
| 8.5 | Bewertungsmethoden | 180 |
| 8.5.1 | Grundgedanke der Substanzwertrechnung | 180 |
| 8.5.2 | Inhalt der Substanzwertrechnung | 181 |
| 8.6 | Bewertungsbeispiel | 185 |
| 8.6.1 | Beschreibung des Bewertungsobjektes | 185 |
| 8.6.2 | Planungsrechnung | 185 |
| 8.6.2.1 | Alt-Vertragsbestand | 185 |
| 8.6.2.2 | Neuvertragsvolumen | 187 |
| 8.6.3 | Bewertung nach der DCF-Equity-Methode | 192 |
| 8.6.4 | Bewertung nach der Substanzwertmethode | 193 |
| 8.6.5 | Resumée | 195 |
| 8.7 | Literatur | 196 |
| 9 | Bewertung von Private Equity-Gesellschaften | |
| | <i>Von Werner Gleißner</i> | 199 |
| 9.1 | Einleitung: Gesamt- und Einzelbewertungsmodelle für einen unvollkommenen Kapitalmarkt | 199 |
| 9.2 | Strategieabhängige Renditeprognose für Kapitalbeteiligungsgesellschaften | 201 |
| 9.2.1 | Überblick | 201 |
| 9.2.2 | Bewertungsmodelle der Beteiligungen | 202 |
| 9.2.3 | Rendite einer repräsentativen Beteiligung | 204 |
| 9.2.4 | Prognose der Portfoliorendite | 206 |
| 9.2.5 | Gesamtkapitalrendite der Kapitalbeteiligungsgesellschaft | 206 |
| 9.2.6 | Eigenkapitalrendite der Kapitalbeteiligungsgesellschaft | 206 |
| 9.2.7 | Strategievarianten im Werttreibervergleich | 208 |

| | | |
|-----------|--|-----|
| 9.3 | Grundlagen der Unternehmensbewertung bei unvollkommenen Kapitalmärkten | 209 |
| 9.3.1 | Bewertung bei vollkommenem Kapitalmarkt und das Capital-Asset-Pricing-Modell | 209 |
| 9.3.2 | Kritik an der Theorie vollkommener Kapitalmärkte und am CAPM | 210 |
| 9.3.3 | Bewertung bei unvollkommenen Märkten: Eigenkapitalbedarf als Risikomaß aus einer „Risikoanalyse“ | 211 |
| 9.3.4 | Bewertung mit der Sicherheitsäquivalentmethode | 215 |
| 9.4 | Bewertung der Kapitalbeteiligungsgesellschaft: Gesamtbewertungsverfahren | 216 |
| 9.5 | Bewertung der Kapitalbeteiligungsgesellschaft: Einzelbewertungsverfahren | 217 |
| 9.6 | Fallbeispiel der Value and Cash AG | 221 |
| 9.7 | Zusammenfassung | 225 |
| 9.8 | Literatur | 226 |
| 10 | Bewertung von Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungskanzleien | |
| | <i>Von Matthias Popp</i> | 229 |
| 10.1 | Einführung | 229 |
| 10.2 | Abgrenzung des Bewertungsgegenstands | 231 |
| 10.2.1 | Operationalisierung einer Kanzlei | 231 |
| 10.2.2 | Lebenszyklen und Erscheinungsformen freiberuflicher Unternehmen | 234 |
| 10.2.3 | Kanzleidimensionale Bewertung | 234 |
| 10.3 | Traditionelle Wertmaßstäbe | 235 |
| 10.4 | Konzepte einer kanzleidimensionalen Unternehmensbewertung | 237 |
| 10.4.1 | Übertragung einer Organisationseinheit | 237 |
| 10.4.2 | Teilhabe an einer (fortbestehenden) Kanzlei | 239 |
| 10.5 | Aspekte der anlassbezogenen Ertragsbewertung | 241 |
| 10.5.1 | Bewertung der zukünftigen Ertragskraft | 241 |
| 10.5.2 | Bewertungsobjekt | 242 |
| 10.5.3 | Verfügungsbeschränkungen | 244 |
| 10.5.4 | Unternehmerrisiko | 246 |
| 10.5.5 | Bemessung des Ergebniszeitraums | 246 |
| 10.5.6 | Kapazitätsauslastung | 247 |
| 10.5.7 | Verwässerungseffekt | 248 |
| 10.5.8 | Veräußerungsgewinnbesteuerung | 248 |
| 10.6 | Primat der Kaufpreisanpassung über die Wertermittlung | 250 |
| 10.7 | Literatur | 250 |
| 11 | Die Bewertung von Software-Unternehmen | |
| | <i>Von Marcus O. Klosterberg</i> | 255 |
| 11.1 | Die Branche der Softwarehersteller aus Investorensicht | 255 |
| 11.1.1 | Größe, Wachstum und Struktur | 256 |
| 11.1.2 | Branchenbesonderheiten | 258 |
| 11.1.3 | Unternehmenscharakteristika | 262 |
| 11.2 | Unternehmensbewertung in der Softwarebranche | 264 |
| 11.2.1 | Anlässe, Motivation und Ziele der Bewertung | 264 |
| 11.2.2 | Verfahren zur Bewertung von Software-Unternehmen | 264 |
| 11.2.2.1 | Faktoren | 265 |
| 11.2.2.2 | Substanz- und periodenerfolgsorientierte Verfahren | 266 |
| 11.2.2.3 | Zahlungsstromorientierte Verfahren | 268 |
| 11.2.2.4 | Vergleichsverfahren | 269 |
| 11.2.2.5 | Realoptionsverfahren | 271 |
| 11.3 | Zusammenfassung | 272 |
| 11.4 | Literatur | 273 |

12 Bewertung von Telekommunikationsunternehmen

Von Sonia Rabussier 275

12.1 Einführung 275

12.2 Der Markt für Telekommunikationsdienste 275

 12.2.1 Bedeutung der Telekommunikationsdienste in der Volkswirtschaft 275

 12.2.2 Liberalisierung der Telekombranche 277

 12.2.3 Wettbewerbssituation in der Telekombranche 278

 12.2.3.1 Wettbewerb im Festnetzbereich 279

 12.2.3.2 Wettbewerb im Breitband-Bereich 281

 12.2.3.3 Wettbewerb im Mobilfunkbereich 283

12.3 Bewertung in der Telekommunikationsbranche 285

 12.3.1 Bewertung der TK-Unternehmen: ein alltäglicher Prozess 285

 12.3.2 Bewertung der TK-Unternehmen: Hauptverfahren 286

 12.3.2.1 Discounted Free Cash Flow – Bewertung (Entity-Verfahren) 286

 12.3.2.2 Sum-of-the-Parts-Bewertung 289

 12.3.2.3 Relative Bewertung mittels der Multiplikatoren 290

13 Bewertung von Biotech-Unternehmen

Von Kerstin M. Bode-Greuel und Joachim M. Greuel 293

13.1 Einleitung 293

13.2 Evaluation von frühen F&E-Projekten: Erfassung von Risiken und Wert von Flexibilität 294

 13.2.1 Projekt-Zielprofile 295

 13.2.2 Der Net Present Value (NPV)-Algorithmus als Instrument zur Evaluation von Investitionen: Theoretischer Hintergrund 295

 13.2.3 Anwendung eines erweiterten NPV-Konzepts, das die Risiken und Entscheidungsoptionen pharmazeutischer F&E-Aktivitäten reflektiert 297

 13.2.4 Erarbeitung verlässlicher Annahmen 299

 13.2.4.1 Umsatzprognosen 299

 13.2.4.2 Wahrscheinlichkeitsverteilungen 300

 13.2.4.3 Kostenschätzungen 300

 13.2.5 Erweiterter NPV: Interpretation der Ergebnisse 301

13.3 Bewertung von Technologieplattformen 302

13.4 Evaluation von Lizenzverträgen 304

13.5 Optionspreismodelle 304

13.6 Schlussfolgerungen und Aussichten 305

13.7 Literatur 306

14 Bewertung von Pharmaunternehmen

Von Heike Merk und Wolfgang Merk 309

14.1 Überblick über den pharmazeutischen Sektor 310

 14.1.1 Der Weltpharmamarkt 310

 14.1.2 Der deutsche Pharmamarkt 312

14.2 Besonderheiten bei der Bewertung von Pharmaunternehmen 315

 14.2.1 Die Einbindung von Pharmaunternehmen in den Gesundheitsmarkt 315

 14.2.1.1 Allgemeine Besonderheiten des Gesundheitsmarktes 315

 14.2.1.2 Wichtige Steuerungsinstrumente in der Arzneimittelversorgung 316

 14.2.1.3 Die demographische Entwicklung und der medizinische Fortschritt als originäre Nachfragedeterminanten der Arzneimittelnachfrage 317

 14.2.2 Markttransparenz durch Verfügbarkeit von Marktzahlen über Marktforschungsunternehmen 319

 14.2.3 Abhängigkeit von Pharmaunternehmen von bestehenden und zukünftigen Produkten 319

| | |
|--|-----|
| 14.2.4 Geschäfts-Segmentierung als Mittel für mehr Bewertungs-Transparenz | 320 |
| 14.2.4.1 Regionale Aufteilung | 320 |
| 14.2.4.2 Aufteilung des Produkt-Portfolios | 320 |
| 14.2.4.3 Lohnfertigungsanteil | 321 |
| 14.2.4.4 Verteilung der Funktionskosten | 321 |
| 14.2.5 Besonderheiten bei der Bewertung von Originatoren | 321 |
| 14.2.5.1 Bewertung von F&E als Kernkompetenz von Originatoren | 321 |
| 14.2.5.2 Produktlebenszyklus bei Originatoren | 324 |
| 14.2.5.3 Hohes Risiko der Produkthaftung | 324 |
| 14.2.6 Besonderheiten bei der Bewertung von Generikaunternehmen | 325 |
| 14.2.6.1 Bewertung der Entwicklungsstrategie und -fähigkeit als Kernkompetenz von Generikaunternehmen | 325 |
| 14.2.6.2 Produktlebenszyklus eines generischen Produktes | 326 |
| 14.2.6.3 Außendienst-Stärke und Key-Account Management als Werttreiber in der Generikaindustrie | 326 |
| 14.2.6.4 Tiefe der vertikalen Integration eines Generikaunternehmens als Werttreiber | 327 |
| 14.3 Unternehmensplanung in der Pharmabranche am Beispiel von Generikaunternehmen | 327 |
| 14.3.1 Das Produktportfolio als Determinante der Umsatz- und Margen-Entwicklung in der Pharmaindustrie | 328 |
| 14.3.1.1 Absatzmengen- und Verkaufspreisplanung von bestehenden Produkten | 328 |
| 14.3.1.2 Absatzmengen- und Verkaufspreisplanung von zukünftigen Produkten | 328 |
| 14.3.1.3 Planung der Gross Marge | 329 |
| 14.3.2 Planung der Funktionskosten | 329 |
| 14.3.3 Planung der Cash-Flow relevanten Bilanzpositionen | 330 |
| 14.4 Bewertungsverfahren | 330 |
| 14.4.1 Umsatz- und Ebit-Multiples in der Pharmaindustrie | 330 |
| 14.4.2 DCF-Verfahren | 331 |
| 14.4.3 Value Added-Verfahren | 332 |
| 14.5 Schlusswort | 333 |
| 14.6 Literatur | 333 |
| | |
| 15 Unternehmensbewertung von Krankenhäusern | |
| <i>Von Georg A. Teichmann</i> | 335 |
| 15.1 Einleitung | 335 |
| 15.1.1 Ausgangssituation | 335 |
| 15.1.2 Problemstellung | 336 |
| 15.2 Rahmenbedingungen im Umbruch | 337 |
| 15.2.1 Krankenhausmarkt im Umbruch | 337 |
| 15.2.2 DRG-Einführung – Regulatorische Änderungen | 338 |
| 15.2.3 Finanzierung – Rechnungslegung – Besteuerung | 340 |
| 15.3 Wesentliche Erfolgsfaktoren im Krankenhaus | 342 |
| 15.4 Besondere Aspekte bei der Bewertung von Krankenhäusern | 343 |
| 15.4.1 Vorbemerkung | 343 |
| 15.4.2 Erlösplanung | 343 |
| 15.4.2.1 Externe Faktoren | 343 |
| 15.4.2.2 Interne Faktoren | 344 |
| 15.4.3 Planung der Aufwendungen | 344 |
| 15.4.3.1 Vorbemerkung | 344 |
| 15.4.3.2 Personalaufwand | 344 |
| 15.4.3.3 Sachkostenaufwand | 346 |
| 15.4.3.4 Ableitung der Free Cashflows | 346 |
| 15.4.4 Diskontierungsfaktor | 347 |
| 15.4.5 Vergleichende Marktbewertung | 348 |

| | |
|---|-----|
| 15.5 Zusammenfassung | 349 |
| 15.6 Literaturverzeichnis | 349 |
| 16 Bewertung von Arztpraxen, Zahnpraxen und Medizinischen Versorgungszentren | |
| <i>Von Wolfgang Merk</i> | 353 |
| 16.1 Überblick über den ambulanten Versorgungssektor | 353 |
| 16.1.1 Allgemeiner Überblick | 353 |
| 16.1.2 Arztpraxen | 354 |
| 16.1.3 Zahnarztpraxen | 356 |
| 16.1.4 Medizinische Versorgungszentren | 357 |
| 16.2 Besonderheiten bei der Bewertung von Arzt- und Zahnarztpraxen | 358 |
| 16.2.1 Betriebswirtschaftliche Spezifika | 358 |
| 16.2.2 Starke Heterogenität der Bewertungsobjekte | 359 |
| 16.2.3 Hohe Relevanz des konkreten Bewertungsanlasses | 361 |
| 16.3 Bewertungsmethoden | 362 |
| 16.3.1 Faustformeln | 363 |
| 16.3.2 Bundesärztekammermethode | 363 |
| 16.3.2.1 Richtlinie der Bundesärztekammer aus dem Jahre 1987 | 363 |
| 16.3.2.2 Empfehlungen der Bundesärztekammer aus dem Jahre 2008 | 365 |
| 16.3.3 Die Indexierte Basis-Teilwert-Methode | 367 |
| 16.3.4 Die Ertragswertmethode | 371 |
| 16.3.5 Die Discounted Cash-Flow-Verfahren | 373 |
| 16.4 Der Markt für Arzt- und Zahnarztpraxen | 373 |
| 16.5 Literatur | 379 |
| 17 Bewertung von Fußballunternehmen | |
| <i>Von Vera-Carina Elter</i> | 381 |
| 17.1 Vorbemerkung | 382 |
| 17.2 Die objektivierte Ermittlung von Marktwerten für Spielervermögen | 382 |
| 17.2.1 Allgemein | 382 |
| 17.2.2 Das Recht auf Transferentschädigung | 383 |
| 17.2.2.1 Das – abtretbare – geldwerte Recht am Spieler | 383 |
| 17.2.2.2 Das föderative Recht am Spieler | 383 |
| 17.2.2.3 Das Bosman-Urteil | 383 |
| 17.2.2.4 Das Webster-Urteil | 384 |
| 17.2.3 Die Bilanzierung des Spielervermögens | 384 |
| 17.2.3.1 Die bilanzielle Bedeutung des Spielervermögens | 384 |
| 17.2.3.2 Die Bilanzierung nach HGB | 385 |
| 17.2.3.3 Die Bilanzierung nach International Financial Reporting Standards | 386 |
| 17.2.3.4 Unterschiede zwischen Buch- und Marktwerten | 387 |
| 17.2.3.5 Unterschiede zwischen Wert und Preis | 387 |
| 17.2.4 Bewertungsanlässe beim Spielervermögen | 388 |
| 17.2.5 Bewertungsmethoden für Spielervermögen | 390 |
| 17.2.5.1 Der kapitalwertorientierte Ansatz | 390 |
| 17.2.5.2 Der kostenorientierte Ansatz | 390 |
| 17.2.5.3 Der marktpreisorientierte Ansatz | 390 |
| 17.2.6 Ausblick | 392 |
| 17.3 Markenbewertung bei Fußballunternehmen | 392 |
| 17.3.1 Bedeutung der Marke | 392 |
| 17.3.2 Ökonomische Messung der Marke | 392 |
| 17.3.3 Marke versus Trademark | 393 |
| 17.3.4 Bilanzierung von Marken | 394 |
| 17.3.5 Bewertungsanlässe | 394 |
| 17.3.6 Allgemein anerkannte Verfahren zur Markenbewertung | 396 |

| | |
|--|-----|
| 17.3.7 Abgrenzung zu Medienanalysen | 398 |
| 17.3.8 Markenbewertung von FutureBrand | 399 |
| 17.4 Literatur | 400 |
| 18 Bewertung von Energieversorgungsunternehmen | |
| <i>Von Sven Beyer und Günther Keller</i> | 401 |
| 18.1 Einführung | 401 |
| 18.2 Bewertungsverfahren und Bewertungsanlässe in der Energieversorgerbranche | 406 |
| 18.2.1 Bewertungsobjekte und -verfahren | 406 |
| 18.2.2 Gesellschaftsrechtliche und vertragliche Bewertungsanlässe | 411 |
| 18.2.3 Rechnungslegungsbezogene Bewertungen | 412 |
| 18.3 Gesamtbewertung von Energieversorgungsunternehmen | 414 |
| 18.4 Bewertung von Netzen | 419 |
| 18.4.1 Strom- und Gasnetze als Bewertungsobjekte | 419 |
| 18.4.2 Grundstruktur eines DCF-Kalküls für eine Netzbewertung | 421 |
| 18.4.3 Ableitung der Cash Flows eines Netzbetreibers | 424 |
| 18.4.4 Bewertung auf Basis des Sachzeitwertverfahrens | 429 |
| 18.5 Bewertung von Kraftwerken | 431 |
| 18.5.1 Kraftwerke als Bewertungsobjekte | 431 |
| 18.5.2 Grundstruktur eines DCF-Kalküls für eine Kraftwerksbewertung | 434 |
| 18.5.3 Ableitung der Cash Flows eines Kraftwerks | 435 |
| 18.6 Zusammenfassung und Ausblick | 442 |
| 18.7 Literatur | 443 |
| 19 Bewertung von Logistikdienstleistern | |
| <i>Von Michael Salcher, Susanne Kuhn, Dominik Eckstein</i> | 447 |
| 19.1 Einleitung | 448 |
| 19.2 Abgrenzung von Logistikdienstleistungsunternehmen | 448 |
| 19.2.1 Logistik | 448 |
| 19.2.2 Abgrenzungsmerkmale logistischer Dienstleistungen | 449 |
| 19.2.2.1 Leistungsspektrum | 449 |
| 19.2.2.2 Wertschöpfungsintegration | 450 |
| 19.2.2.3 Kapitalintensität | 451 |
| 19.2.3 Einteilung von Logistikdienstleister | 452 |
| 19.2.3.1 Transportdienstleister | 452 |
| 19.2.3.2 Speditionen | 452 |
| 19.2.3.3 Systemdienstleister | 453 |
| 19.2.3.4 Netzwerkintegratoren | 454 |
| 19.2.4 Zusammenfassung | 455 |
| 19.3 Marktumfeld und Trends der Logistikbranche | 455 |
| 19.3.1 Markt für Logistikdienstleistungen | 455 |
| 19.3.2 Trends in der Logistikbranche | 457 |
| 19.4 Bewertung von Logistikdienstleister auf Basis von ertragswertorientierten Verfahren | 458 |
| 19.4.1 Grundgedanke der überschussorientierten Bewertung | 458 |
| 19.4.2 Arten überschussorientierter Bewertungsverfahren | 458 |
| 19.4.3 Branchenbedingte Charakteristika der abgeleiteten Zahlungsüberschüsse | 459 |
| 19.4.3.1 Operationalisierung von wertbestimmenden Faktoren | 459 |
| 19.4.3.2 Abbildung finanzwirtschaftlicher Werttreiber | 461 |
| 19.4.4 Branchenbedingte Kapitalkostenermittlung | 466 |
| 19.4.5 Bewertung und bilanzielle Abbildung von Unternehmenskäufen in der Praxis .. | 469 |
| 19.4.5.1 Unternehmensbewertung | 469 |
| 19.4.5.2 Bilanzielle Abbildung von Unternehmenskäufen | 469 |
| 19.5 Bewertung von Logistikdienstleister auf Basis von marktorientierten Verfahren | 472 |
| 19.5.1 Charakteristika der marktorientierten Bewertung | 472 |

| | |
|--|-----|
| 19.5.2 Durchführung der Bewertung mittels Multiplikatoren | 472 |
| 19.5.3 Kritische Würdigung | 474 |
| 19.6 Zusammenfassung | 474 |
| 19.7 Literatur | 475 |
| 20 Bewertung von Infrastrukturprojekten am Beispiel des Eurotunnels | |
| <i>von Andreas Schüler</i> | 479 |
| 20.1 Projektfinanzierung: Definition und empirische Relevanz | 479 |
| 20.2 Zur Finanz- und Risikoanalyse von Infrastrukturprojekten | 480 |
| 20.3 Hintergrund der Projektfinanzierung Eurotunnel | 486 |
| 20.4 Finanzierung | 487 |
| 20.4.1 Kapitalbedarf | 487 |
| 20.4.2 Fremdkapital | 488 |
| 20.4.3 Eigenkapital | 489 |
| 20.5 Finanzplanung | 490 |
| 20.5.1 Umsatzplanung | 490 |
| 20.5.2 Weitere Planungsannahmen | 492 |
| 20.5.3 Vorteilhaftigkeitsprüfung und Sensitivitätsanalysen | 493 |
| 20.6 Bewertung der Eigenkapitalanteile | 494 |
| 20.7 Zur Analyse der Gläubigeransprüche | 498 |
| 20.8 Folgerungen | 500 |
| 20.9 Literatur | 501 |
| 21 Bewertung von Immobilien | |
| <i>von Karl-Werner Schulte und Gerrit Leopoldsberger</i> | 503 |
| 21.1 Charakterisierung der Immobilienbranche | 503 |
| 21.1.1 Marktvolumen | 503 |
| 21.1.2 Markteigenschaften und Trends | 504 |
| 21.1.3 Marktteilnehmer | 505 |
| 21.2 Grundlagen der Immobilienbewertung | 506 |
| 21.2.1 Bewertungszweck und Wertbegriffe | 506 |
| 21.2.2 Bewertungsmethoden | 507 |
| 21.2.3 Rechnungslegung | 516 |
| 21.3 Marktdaten als Bewertungsgrundlage | 519 |
| 21.4 Bewertungsbeispiel | 520 |
| 21.5 Literatur | 521 |
| 22 Bewertung von Immobilienunternehmen | |
| <i>Von Wolfgang Schäfers und Frank J. Matzen</i> | 523 |
| 22.1 Einleitung | 524 |
| 22.2 Besonderheiten der Immobilienwirtschaft als Rahmenbedingungen | 526 |
| 22.2.1 Definition des Geschäftsmodell | 526 |
| 22.2.2 Immobilienmarkt | 526 |
| 22.2.3 Leistungswirtschaftliche Merkmale | 526 |
| 22.2.4 Finanzwirtschaftliche Merkmale | 527 |
| 22.3 Vergleichsbewertungsverfahren zur Bewertung von Immobilienunternehmen | 528 |
| 22.3.1 Überblick über die Vergleichsbewertungsverfahren | 528 |
| 22.3.2 Darstellung gängiger Vergleichsbewertungsverfahren zur Bewertung von Immobilienunternehmen | 529 |
| 22.3.2.1 Vergleichsbewertung nach den Empfehlungen der NAREIT | 530 |
| 22.3.2.2 Vergleichsbewertung nach immobilienorientierten Erfolgskennzahlen | 532 |
| 22.3.3 Kritische Würdigung der Vergleichsbewertungsverfahren | 533 |
| 22.3.3.1 Einsatz bei beschränkter Information | 533 |

| | | |
|------------|--|-----|
| 22.3.3.2 | Eingeschränkte Vergleichbarkeit der Vergleichsunternehmen | 534 |
| 22.3.3.3 | Zuordnung operativer und finanzieller Aufwendungen | 534 |
| 22.3.3.4 | Vernachlässigung von Abschreibungen bei EBITDA, FFO und AFFO | 534 |
| 22.3.3.5 | Komplexitätsreduktion durch Multiplikatoren | 535 |
| 26.3.3.6 | Ermittlung des Enterprise Values der Vergleichsunternehmen | 535 |
| 22.3.3.7 | Berücksichtigung von Veräußerungsgewinnen/-verlusten | 535 |
| 22.4 | Net Asset Value-Verfahren zur Bewertung von Immobilienunternehmen | 535 |
| 22.4.1 | Überblick über das Net Asset Value-Verfahren zur Bewertung von Immobilienunternehmen | 535 |
| 22.4.2 | Überblick über das Net Asset Value-Verfahren nach EPRA | 536 |
| 22.4.2.1 | Adjusted EPRA NAV | 537 |
| 22.4.2.2 | Triple Net Asset Value nach EPRA | 539 |
| 22.4.3 | Kritische Würdigung des Net Asset Value-Verfahrens | 540 |
| 22.4.3.1 | Mangelnde Berücksichtigung der Ausschüttbarkeit | 540 |
| 22.4.3.2 | Unvereinbarkeit der Wertkonzeptionen | 540 |
| 22.4.3.3 | Mangelndes Publizitätsverhalten | 541 |
| 22.4.3.4 | Marktwertermittlung sonstiger Vermögensgegenstände und Schulden | 541 |
| 22.4.3.5 | Konzeptionelle Schwächen des EPRA NNAV | 541 |
| 22.4.3.6 | Fehlende Eindeutigkeit der Bewertung mittels des Net Asset Values | 542 |
| 22.5 | Discounted Cashflow-Verfahren zur Bewertung von Immobilienunternehmen | 542 |
| 22.5.1 | Überblick über die Discounted Cashflow-Verfahren | 542 |
| 22.5.2 | Ausgewählte Aspekte der Anwendung der DCF-Verfahren zur Bewertung von Immobilienunternehmen | 543 |
| 22.5.2.1 | Einschätzungen des regionalen Immobilienmarktes | 544 |
| 22.5.2.2 | Planung der Bestandsmiete und der Erlösschmälerungen | 544 |
| 22.5.2.2.1 | Abgrenzungen von Mieterträgen | 544 |
| 22.5.2.2.2 | Wohnimmobilien | 544 |
| 22.5.2.2.3 | Gewerbeimmobilien | 545 |
| 22.5.2.3 | Planung der Betriebskosten und Umlagen | 545 |
| 22.5.2.3.1 | Wohnimmobilien | 545 |
| 22.5.2.3.2 | Gewerbeimmobilien | 546 |
| 22.5.2.4 | Planung der Instandhaltungs- und Modernisierungskosten | 546 |
| 22.5.2.5 | Planung der Umsatzsteuer | 547 |
| 22.5.2.5.1 | Wohnimmobilien | 547 |
| 22.5.2.5.2 | Gewerbeimmobilien | 547 |
| 22.5.2.6 | Planung der Ertragsteuern | 547 |
| 22.5.2.6.1 | Erweiterte gewerbesteuerliche Kürzung | 547 |
| 22.5.2.6.2 | Verlustvorträge | 547 |
| 22.5.2.6.3 | Zinsschranke | 547 |
| 22.5.2.7 | Entwicklung eines integrierten Planungsmodells | 548 |
| 22.5.2.8 | Ermittlung der Kapitalkosten | 549 |
| 22.5.2.8.1 | Ermittlung der Eigenkapitalkosten | 549 |
| 22.5.2.8.2 | Ermittlung der Fremdkapitalkosten | 551 |
| 22.5.3 | Kritische Würdigung des Discounted Cashflow-Verfahrens | 551 |
| 22.5.3.1 | Unternehmensplanung als Voraussetzung | 551 |
| 22.5.3.2 | Hohe Informationsanforderungen | 551 |
| 22.5.3.3 | Ermittlung des Diskontierungszinsfußes | 552 |
| 22.5.3.4 | Mangelnde Berücksichtigung stiller Reserven | 552 |
| 22.6 | Fallstudie zur Bewertung eines Immobilienunternehmens | 552 |
| 22.6.1 | Ausgangssituation | 552 |
| 22.6.2 | Ermittlung des Wertes bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung | 554 |
| 22.6.3 | Ermittlung des Wertes der finanzierungsbedingten Steuervorteile | 557 |
| 22.6.4 | Ermittlung des Wertes der Fremdfinanzierung | 561 |

| | |
|--|-----|
| 22.6.5 Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals | 562 |
| 22.7 Bedeutung der unterschiedlichen Bewertungsverfahren in der Praxis | 563 |
| 22.8 Literatur | 564 |

23 Besonderheiten der Bewertung von Hotelimmobilien

| | |
|---|-----|
| <i>von Matthias Schröder und Ulrike Schüler</i> | 571 |
| 23.1 Branchenüberblick | 571 |
| 23.1.1 Internationaler Tourismus | 571 |
| 23.1.2 Marktüberblick Deutschland | 573 |
| 23.1.3 Preis und Belegung – europäische Großstädte im Vergleich | 575 |
| 23.1.4 Betriebsformen | 576 |
| 23.1.5 Markttendenzen | 577 |
| 23.2 Bewertung von Hotels | 577 |
| 23.2.1 Besonderheiten der Bewertung von Hotels im Überblick | 577 |
| 23.2.2 Zunehmende Bedeutung internationaler Bewertungsstandards und Bewertungsmethoden | 579 |
| 23.2.3 Zusammensetzung der relevanten Cash-flows | 580 |
| 23.2.4 Ableitung des Kapitalisierungszinsfußes | 584 |
| 23.2.5 Berücksichtigung der Instandsetzungs- und Renovierungsrückstände | 585 |
| 23.2.6 Berücksichtigung des Reinvestitionszykluses | 585 |
| 23.2.7 Beispiel aus der Praxis | 585 |
| 23.2.8 Verkürzte Bewertungsmethoden der Branchenpraxis | 593 |
| 23.3 Exkurs: Die Bewertung von Hotelgesellschaften | 594 |
| 23.4 Schlusswort | 595 |
| 23.5 Literatur | 595 |

24 Bewertung von Beteiligungen an Containerschiffen

| | |
|--|-----|
| <i>Von Michael Ketterl</i> | 597 |
| 24.1 Einleitung | 598 |
| 24.2 Besonderheiten von Beteiligungen an Containerschiffen | 598 |
| 24.2.1 Aufbau eines Schiffsfonds | 599 |
| 24.2.2 Gesellschaftsrechtliche Besonderheiten | 599 |
| 24.2.3 Steuerliche Besonderheiten | 600 |
| 24.2.4 Der Markt für Containerschiffahrt | 601 |
| 24.2.5 Der Markt für Beteiligungen an Containerschiffen | 603 |
| 24.3 Einflussfaktoren auf den Wert eines Containerschiffes | 604 |
| 24.3.1 Charterraten | 604 |
| 24.3.2 Kosten der Einschiffsgesellschaft | 604 |
| 24.3.3 Schiffsbetriebskosten | 604 |
| 24.3.4 Kapitaldienst und Fremdfinanzierung | 604 |
| 24.3.5 Restverkaufserlös | 604 |
| 24.3.6 Diskontierungssatz | 605 |
| 24.4 Probleme der Bewertung von Beteiligungen an Containerschiffen | 605 |
| 24.4.1 Anzuwendender Bewertungsansatz | 605 |
| 24.4.1.1 Zugrunde liegende Annahmen der Modellwelt | 605 |
| 24.4.1.2 Mögliche theoretische Konzepte | 606 |
| 24.4.1.3 APV als Fundament der Bewertung | 608 |
| 24.4.2 Charakter der Steuerzahlungen und Berücksichtigung der Einkommenssteuer | 609 |
| 24.4.2.1 Steuervorteil aus der Fremdfinanzierung | 609 |
| 24.4.2.2 Berücksichtigung der Einkommenssteuer | 610 |
| 24.4.3 Ermittlung der richtigen entziehbaren Überschüsse | 611 |
| 24.4.4 Risikoäquivalente Diskontierungssätze | 611 |
| 24.4.4.1 Problem und Einordnung in den Bewertungskontext | 612 |

| | |
|---|------------|
| 24.4.4.2 Grundzüge der Portfoliotheorie | 612 |
| 24.4.4.3 Darstellung des Kapitalmarktmodells CAPM | 612 |
| 24.4.4.4 Bewertung von Investitionsprojekten | 613 |
| 24.4.4.5 Bestimmung von Risikoprämien für Charterraten | 614 |
| 24.4.5 Zur Diskontierung der Charterraten | 616 |
| 24.4.6 Risikoprämien für Schiffsbetriebskosten | 621 |
| 24.4.7 Ermittlung des Restverkaufserlöses | 622 |
| 24.4.7.1 Die Problematik des Restverkaufserlöses | 622 |
| 24.4.7.2 Empirische Restverkaufserlöse | 622 |
| 24.4.7.3 Optimale Nutzungsdauer | 623 |
| 24.5 Beispielbewertungen der „NV Portugal Senator“ | 624 |
| 24.5.1 Aufbau der Bewertungen | 624 |
| 24.5.2 Bewertung der „NV Portugal Senator“ – Variante I | 624 |
| 24.5.3 Bewertung der „NV Portugal Senator“ – Variante II | 626 |
| 24.6 Zusammenfassung der Ergebnisse | 629 |
| Anhang 1: Entziehbare Überschüsse der „NV Portugal Senator“ Variante I | 630 |
| Anhang 2: Entziehbare Überschüsse der „NV Portugal Senator“ Variante II | 631 |
| 24.7 Literatur | 632 |
| Die Herausgeber | 633 |
| Die Autoren | 635 |
| Stichwortverzeichnis | 649 |