

## 2. Unternehmensbewertung und Finanzanalyse

## 2. Unternehmensbewertung und Finanzanalyse

---

- 2.1 Kapitalmärkte und Instrumente der Finanzanalyse
- 2.2 Reduktionsproblem / Bewertungsanlässe / Interessenten
- 2.3 Finanzanalytische Unternehmensbewertung
  - Die Aufgabe der Unternehmensbewertung
  - Sicherheit und Unsicherheit; CAPM
  - Kennzahlen und Faustregeln
- 2.4 Unternehmens-Typologie / Rechtstitel an Unternehmen
- 2.5 Wertsteigerung im Lebenszykluskonzept
- 2.6 The Message

## 2. Unternehmensbewertung und Finanzanalyse

---

Kapitalmärkte :

20 Jahre DAX

20 Jahre S&P 500

Zinsentwicklung

KGV (PER)

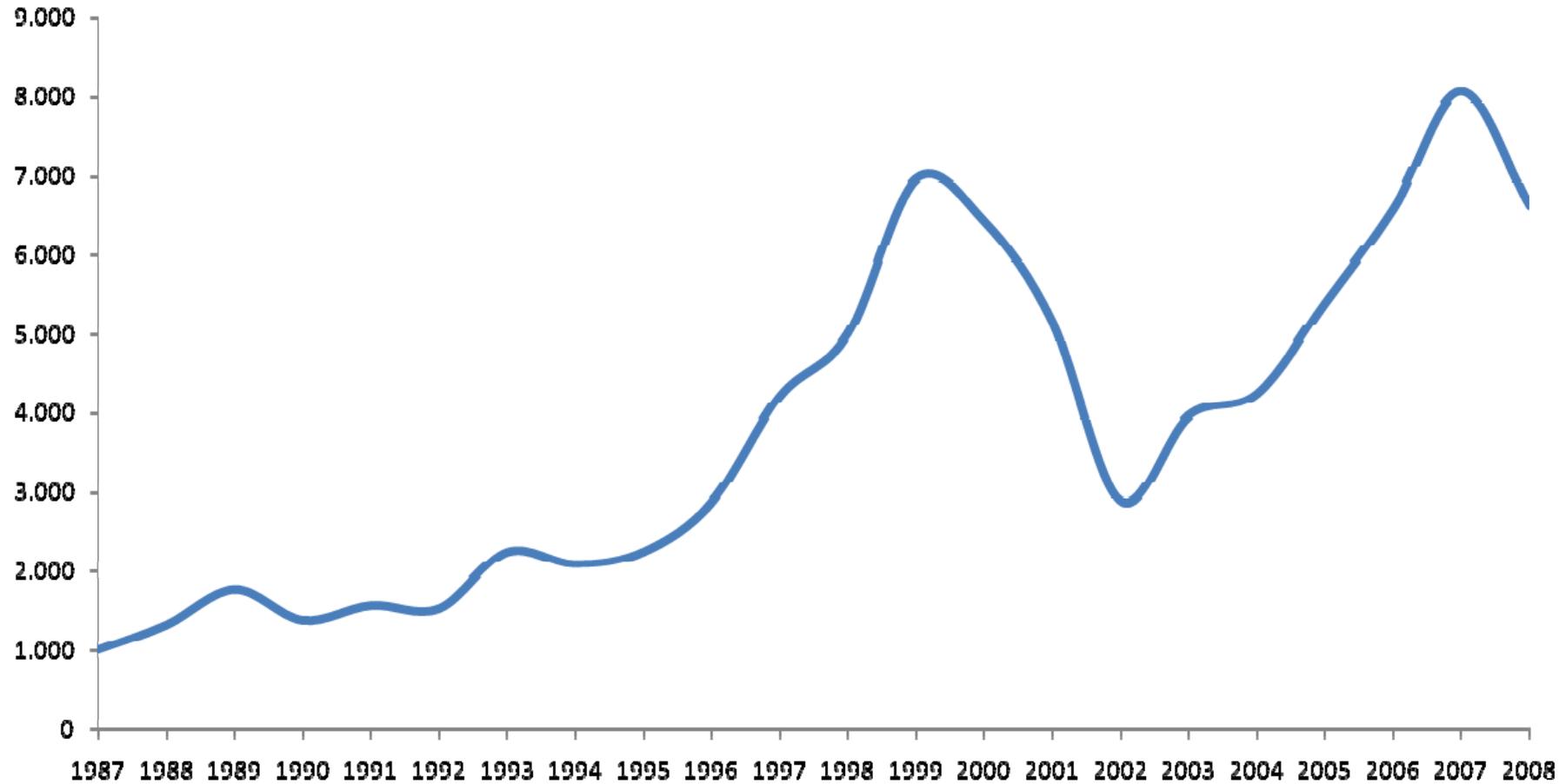
Kurs/Buchwert

Kennzahlen pro Aktie

## 2.1 Kapitalmärkte und Instrumente der Finanzanalyse

---

### DAX 20-Jahres - Entwicklung

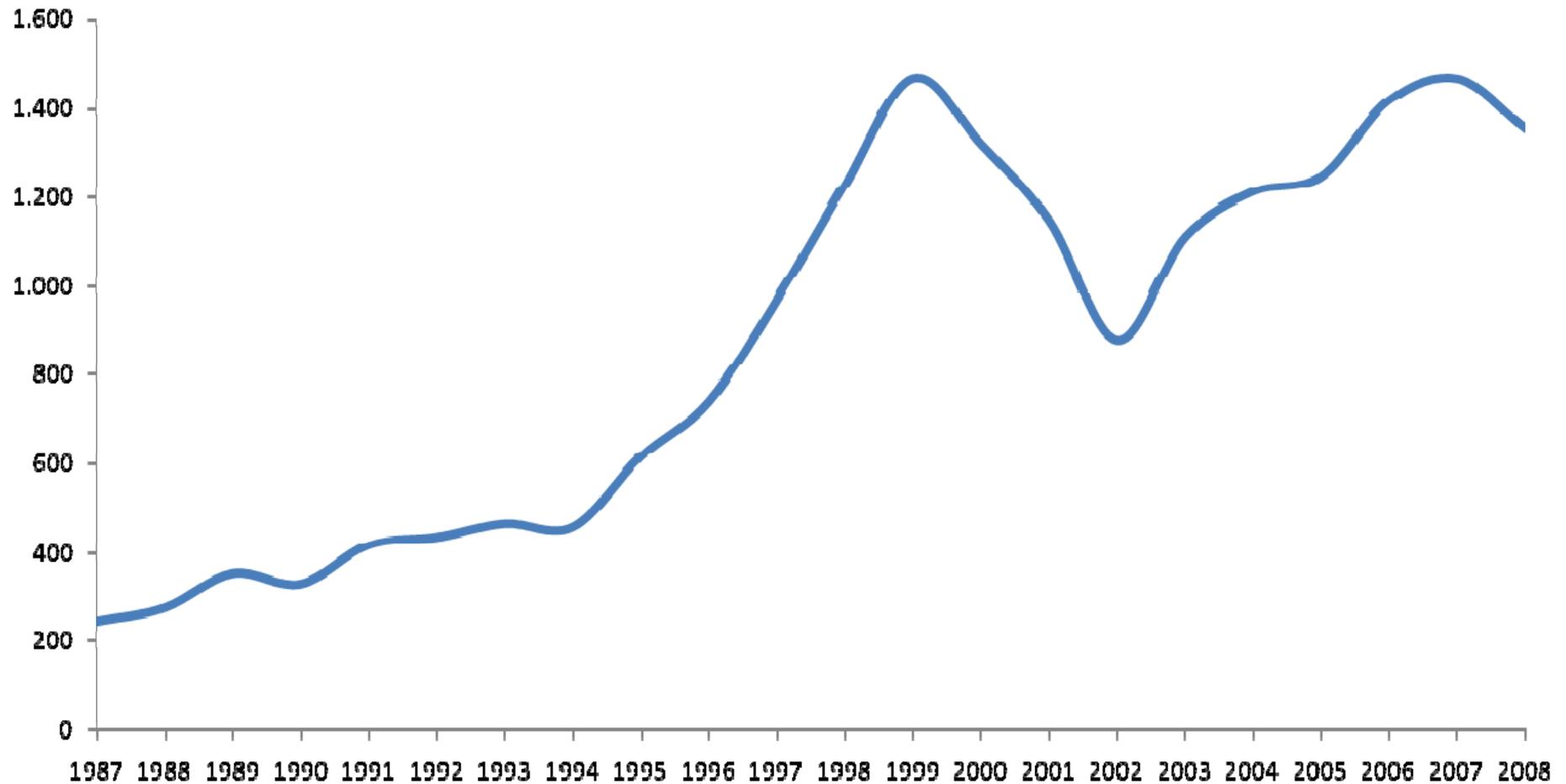


Quelle: Reuters

## 2.1 Kapitalmärkte und Instrumente der Finanzanalyse

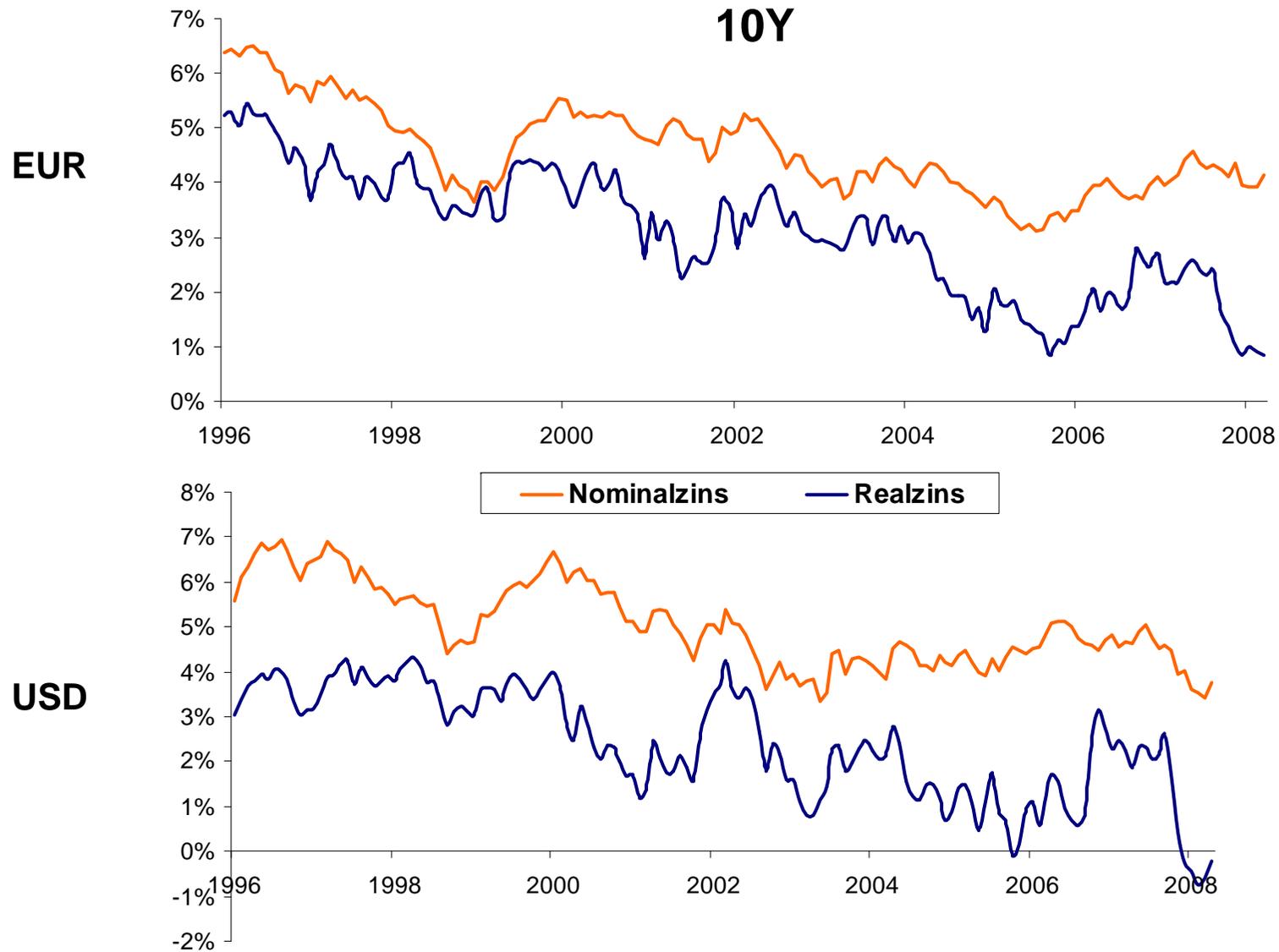
---

### S&P 500 20-Jahres - Entwicklung



Quelle: Reuters

## 2.1 Kapitalmärkte und Instrumente der Finanzanalyse



## 2.1 Kapitalmärkte und Instrumente der Finanzanalyse

---

**Die deutsche Perspektive** : **W E R T**

- Substanzwert / Ertragswert
- objektiver / subjektiver Unternehmenswert
- Bewertungs - Anlässe (**Drukarczyk**)

**The US view** : **P R I C E (Marktwert)**

Price : Earnings = P/E-Ratio = z.Z. **18x**

**Amazon:** Price (24.04.2008): 78,2 USD  
Earnings per Share '08e: 2,4USD  
**P/E:** 33 x

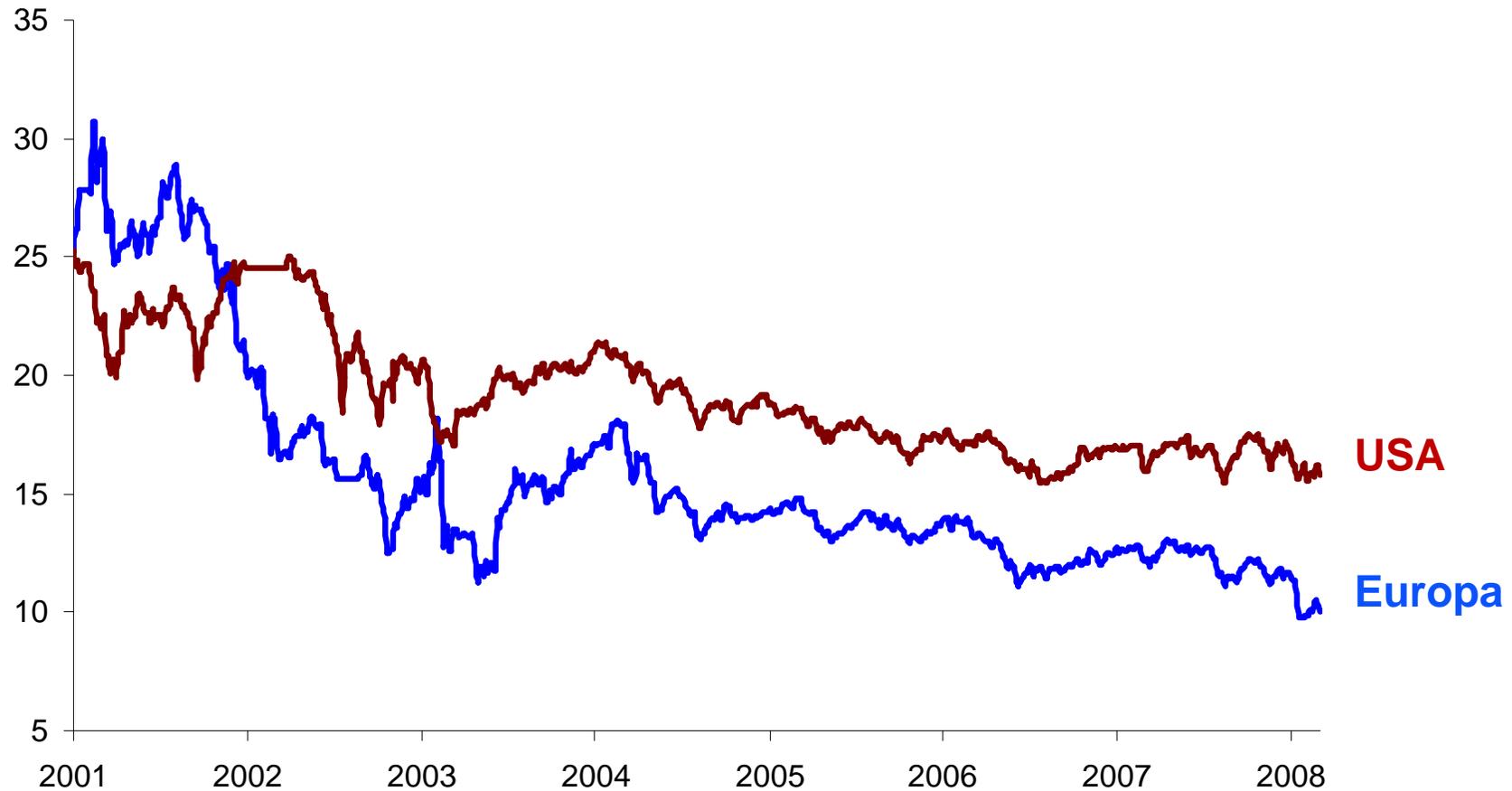
**Amazon:** Price (19.04.2006): 37 USD  
Earnings per Share: 0,77 USD  
**P/E:** 48 x

**Ebay:** Price (24.04.2008): 31,0 USD  
Earnings per Share '08e: 1,7 USD  
**P/E:** 18 x

**Ebay:** Price (19.04.2006): 41 USD  
Earnings per Share: 0,86 USD  
**P/E:** 47 x

## 2.1 Kapitalmärkte und Instrumente der Finanzanalyse

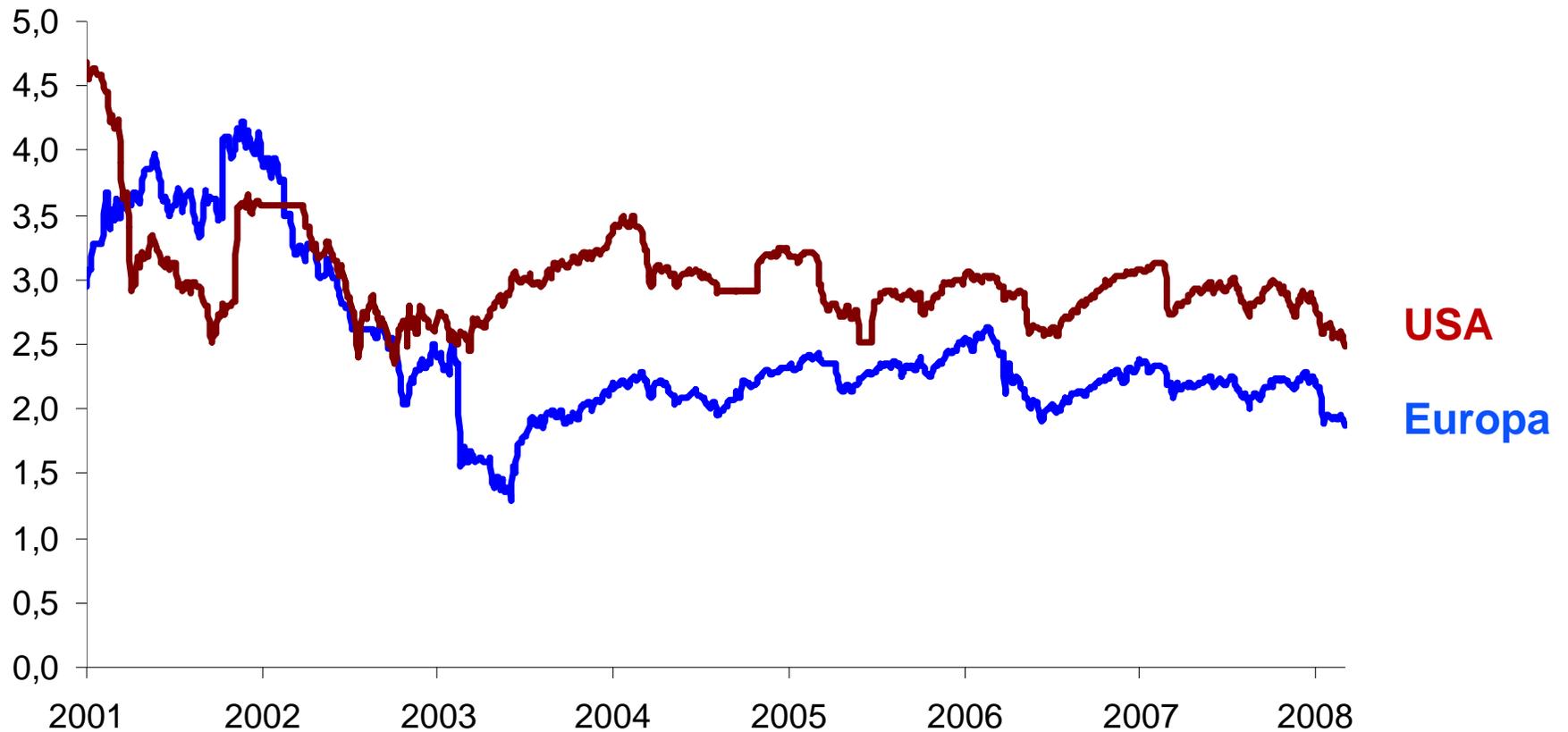
Price / Earnings - Ratio 2001-2008



Quelle: Reuters

## 2.1 Kapitalmärkte und Instrumente der Finanzanalyse

Price / Book Value - Ratio 2001-2008



Quelle: Reuters

## 2.1 Kapitalmärkte und Instrumente der Finanzanalyse :

Year End 31.12.	PBT		EPS		%EPS Growth	DPS (net)	P/E x
	Adj.	Stated	Old	New			
2006A	4.462	5.133	6,46	6,46	22,5	3,35	14,4
2007E*	7.813	9.005	7,67	7,66	18,5	3,98	15,8
2008E*	8.928	8.928	8,58	9,02	17,8	4,60	13,4
2005A	6.306	7.208	5,28	5,28	-0,4	7,00	13,9
2006E**	6.691	6.623	6,46	6,46	20,1	3,50	15,5
2007E**	8.191	8.191	7,67	7,66	18,6	4,00	13,4

Quelle:

\* DB Research (E.ON - first glance on FY07 - above our expectation, 6 Mrz 08)

\*\*DB Research (E.ON E.ON: Increase in investment plan focused on fixed assets, 15 Dez 06)

## 2.2 Reduktionsproblem / Bewertungsanlässe / Interessenten

---

### Unternehmensbewertungen - Anlässe (Drukarczyk) \*:

#### Dominierte Verhandlungs-Situationen:

eine Partei kann nicht mehr zum Status quo zurückkehren oder hat keine Option zum Abbruch der Verhandlungen

#### Nicht dominierte Verhandlungs-Situationen:

beide Parteien können Status quo beibehalten oder haben die Option, die Vertragsverhandlungen abubrechen

\* Vgl. Drukarczyk, Jochen: Unternehmensbewertung, 4. Aufl., München 2003

## 2.2 Reduktionsproblem / Bewertungsanlässe / Interessenten

**Bewertungs - Anlässe** (Drukarczyk, Jochen: Unternehmensbewertung, 4. Aufl., München 2003, S. 123):

Anlässe	nicht dominierte Situationen	dominierte Situationen
Kauf, Verkauf, Abfindung in Geld, Enteignung, Erbteilung	- Kauf oder Verkauf des Unternehmens oder von Unternehmensanteilen	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Ausscheiden eines Gesellschafters aus einer Personengesellschaft</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• durch Austritt des Gesellschafters (Kündigung)</li> <li>• durch Ausschluß eines "lästigen" Gesellschafters</li> <li>• durch Eröffnung des Konkursverfahrens über das Vermögen eines Gesellschafters</li> </ul> </li> <li>- <b>Barabfindung von Minderheitsgesellschaftern</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• bei Abschluß eines Gewinnabführungs- oder Beherrschungsvertrages (§ 305 AktG)</li> <li>• bei Eingliederung durch Mehrheitsbeschluß (§ 320 AktG)</li> <li>• bei Umwandlung durch Übertragung des Vermögens (§ 174 UmwG)</li> <li>• bei einer formwechselnden Umwandlung (§ 190, § 207 UmwG)</li> <li>• bei einem Squeeze-Out (§§ 327a bis 327f AktG)</li> </ul> </li> <li>- <b>Enteignung/Vergesellschaftung nach Art. 14, 15 GG</b></li> <li>- <b>Erbaueinandersetzungen, Erbteilungen</b></li> <li>- <b>familienrechtliche Abfindungen (Zugewinnausgleich)</b></li> </ul>

## 2.2 Reduktionsproblem / Bewertungsanlässe / Interessenten

---

### Klassische Wertfaktoren

- Markt mit hohem Kundennutzen
- relativer Wettbewerbsvorteil des Unternehmens
- franchise (quasi-Vertragssituation) **brand / Marke**
- drive der Organisation
- unternehmerische Phantasie

### Perpetuierbarkeit der Elemente

- Dynamik des Wettbewerbs **Norm-Renditen: 8-10 %**

## 2.2 Reduktionsproblem / Bewertungsanlässe / Interessenten

---

### Wissenschaftler

- Methodik der Werterzeugung und Wertmessung
- Shareholder - Value
- Stakeholder - Ansatz

### Manager

- Einkommensquelle (Optionen)
- Selbstverwirklichung
- Status-Wert

### Investor

#### institutionell / privat

- Vermögensanlage
- Trustee-Probleme => **Performance - Benchmark**

## 2.2 Reduktionsproblem / Bewertungsanlässe / Interessenten

---

### Unternehmer **Schumpeter**

- Einkommensquelle
- Vermögensentwicklung
- Selbstverwirklichung
- Realisierung einer Vision (**Produkt / Markt**)

### Unternehmer **greedy**

- raider
- asset-stripper
- money-driven

**Bewertung** : **Zu welchem Zeitpunkt für wen?**

## 2.2 Reduktionsproblem / Bewertungsanlässe / Interessenten

---

**Reduktionsproblem:**

**„Wert der Unternehmung als eine Zahl“**

## 2.2 Reduktionsproblem / Bewertungsanlässe / Interessenten

---

### 1. Relativitätstheorie - Einstein

„Nehmen wir an, ein Tischtennisball im Zug springt senkrecht hoch und runter, so daß er im Abstand von einer Sekunde zweimal an derselben Stelle des Tisches aufprallt. Für jemanden, der am Gleis steht, würden die beiden Reflexionen des Balles hundert Meter auseinanderliegen, weil der Zug diese Strecke in der Zwischenzeit zurückgelegt hätte ...

Die Relativitätstheorie macht der Vorstellung den Garaus, es gebe eine absolute Zeit! Es sieht so aus, als hätte **jeder Beobachter sein eigenes Zeitmaß**, seine eigene Uhr, und als würden auch dieselben Uhren, von verschiedenen Beobachtern benutzt, in ihren **Angaben nicht unbedingt übereinstimmen.**“

*Quelle: Stephen W. Hawking „Eine kurze Geschichte der Zeit“, 1988.*

## 2.2 Reduktionsproblem / Bewertungsanlässe / Interessenten

---

### 2. Unschärferelation - Heisenberg

„Je genauer man die Position des Teilchens zu messen versucht, desto ungenauer läßt sich eine Geschwindigkeit messen, und umgekehrt ...

Grundsätzlich sagt die Quantenmechanik nicht ein bestimmtes Ergebnis für eine Beobachtung voraus, sondern **eine Reihe verschiedener möglicher Resultate**, und sie gibt an, mit welcher Wahrscheinlichkeit jedes von ihnen eintreffen wird.“

*Quelle: Stephen W. Hawking „Eine kurze Geschichte der Zeit“, 1988.*

## 2.3 Finanzanalytische Unternehmensbewertung

---

- Die Aufgabe der Unternehmensbewertung
- Sicherheit und Unsicherheit
- CAPM      **Capital Asset Pricing Model**
- Kennzahlen und Faustregeln

## 2.3 Finanzanalytische Unternehmensbewertung

---

### Unternehmensbewertung heißt:

- Unternehmen und Unternehmensumwelt eingehend **analysieren**
- **Aussagen** über voraussichtliche Entwicklung machen
- unter Darlegung der Risiken und Chancen **in einem Wert bündeln**

**Das bedeutet : Mehr Kunst als Wissenschaft**

**=> Die Aufgabe**

Karl Born: Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung, Stuttgart 2003

## 2.3 Finanzanalytische Unternehmensbewertung

---

### Analyse des Unternehmens und seiner Umwelt (Born)

1. Analyse der politischen, gesellschaftlichen, wirtschaftlichen und technischen Entwicklung
2. Analyse des Verkaufssortiments und der angebotenen Dienstleistungen
3. Analyse der Verkaufsorganisation, Absatzwege, Absatzgebiete, Kundenstruktur und Werbung
4. Analyse des Absatzmarktes
5. Analyse der Konkurrenz
6. Analyse der Produktion
7. Analyse der Forschung und Entwicklung
8. Analyse der Beschaffung

s. Folgeseite

## 2.3 Finanzanalytische Unternehmensbewertung

---

### **Analyse des Unternehmens und seiner Umwelt (Born)** (Folgeseite)

9. Analyse der Ver- und Entsorgung sowie des Umweltschutzes
10. Analyse des Personals
11. Analyse des Managements, der Führungsstruktur und der Strategien
12. Analyse der Ergebnisrechnung der Vergangenheit
13. Analyse der Finanzlage
14. Analyse der rechtlichen Verhältnisse
15. Analyse der steuerlichen Verhältnisse
16. Sonstige Analyseergebnisse

## 2.3 Finanzanalytische Unternehmensbewertung

---

### Sicherheit und Unsicherheit: Adjusted Present Value

- Drukarczyk:**
- Investitions-Entscheidungen bei **Sicherheit**
  - Investitions-Entscheidungen bei Sicherheit und steuerliche Normen
  - Investitions-Entscheidungen bei **Unsicherheit**
  - Unternehmensbewertung
    - Risikoprämien
    - Unternehmensgesamtwert
    - **APV-Methode**

## 2.3 Finanzanalytische Unternehmensbewertung

---

### Sicherheit und Unsicherheit: Adjusted Present Value

#### Drukarczyk: Die APV - Methode (Teil 1)

Die Methode des **Adjusted Present Value (APV)** ermittelt den Unternehmensgesamtwert komponentenweise:

- Im **ersten** Schritt wird die realisierte Kapitalstruktur des Unternehmens ausgeblendet und eine ausschließliche Eigenfinanzierung aller operativen Tätigkeiten unterstellt. Der Wert ( $V_E$ ) stellt den Wert der operativen Tätigkeiten unter Beachtung der vom Management geplanten oder der unter Beachtung steuerlicher Vorschriften optimierten Ausschüttungspolitik dar. Das durch  $V_E$  vermittelte Signal ist wichtig: **Es zeigt den Wert der Investitionsstrategien losgelöst von den Einflüssen der Finanzstruktur.**
- Im **zweiten** Schritt werden die Wertbeiträge der Finanzierungsseite, also der vom Unternehmen gewählten Kapitalstruktur ermittelt. Hier ist unter steuerlichem Aspekt ein “Unternehmenssteuereffekt” und ein “Einkommensteuereffekt” zu unterscheiden.

## 2.3 Finanzanalytische Unternehmensbewertung

---

### Sicherheit und Unsicherheit: Adjusted Present Value

#### Drukarczyk: Die APV - Methode (Teil 2)

- Die Summe aus  $V_E$  und den im zweiten Schritte ermittelten Wertbeiträgen ergibt den Unternehmensgesamtwert  $V_F$ .
- Der Wert des Eigenkapitals berechnet sich, indem  $V_F$  vermindert wird um den Wert der Ansprüche von Fremdkapitalgebern und Pensionszahlungsberechtigten.

Der Vorteil der Methode besteht in der Nutzung der Möglichkeit, wertbeeinflussende Merkmale von Unternehmen getrennt zu bewerten und damit eine Genauigkeit zu erreichen, die bei Einsatz der Entity-Methode und der später zu besprechenden Ertragswertmethode - jedenfalls bei der in Deutschland üblichen Handhabung - nicht erreichbar ist.

## 2.3 Finanzanalytische Unternehmensbewertung : CAPM

**CAPM** : Erwartete **Risikoprämie** eines Investments: proportional zu seinem  $\beta$

Bundesanleihen :  $\beta = 0$

DAX-Index :  $\beta = 1$

Deutschland	$\beta$	expected return
HypoVereinsb.	1,5	8,8 %
Siemens	1,1	7,8 %
Henkel	0,7	6,8 %

Quelle: Bloomberg, 22.04.2005

**market risk premium**<sup>1)</sup> : DAX-Return ./ Bund-Return = **2,5 %** (1994 - 2004)

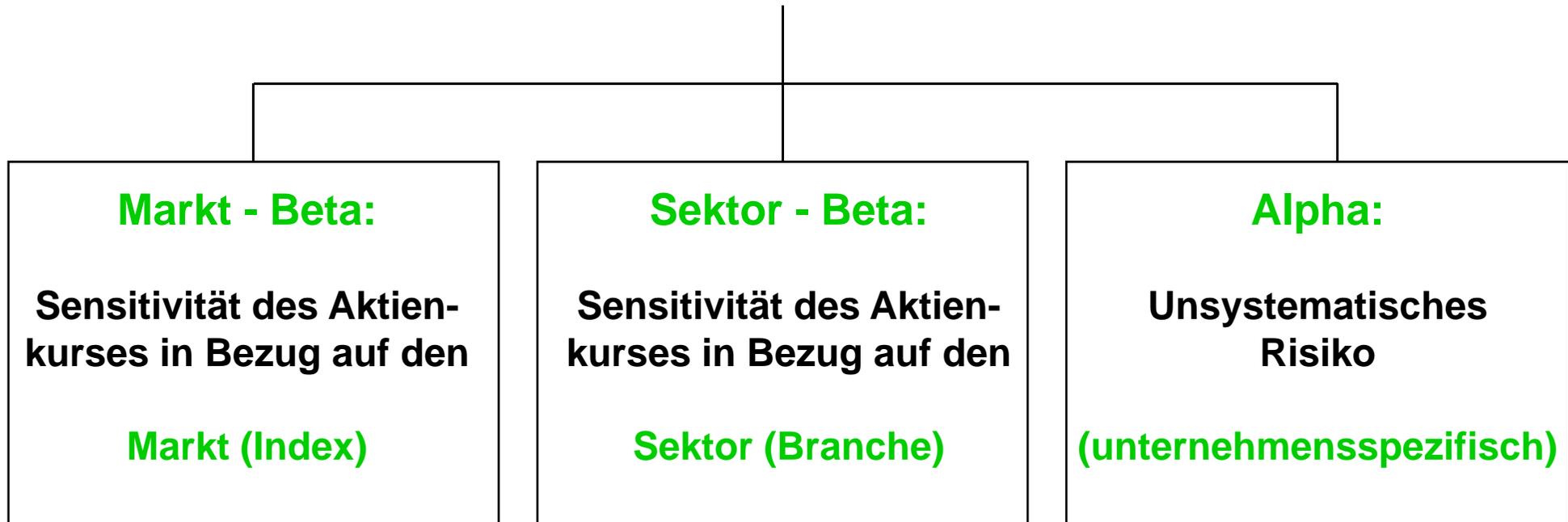
**Capital Asset Pricing Model (CAPM)** : Expected return = 5 % +  $\beta * 2,5 %$

1) Vgl. W. F. Sharpe, „Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, „Journal of Finance; 19, S. 425-442 (September 1964)

## 2.3 Finanzanalytische Unternehmensbewertung : CAPM

---

### Risikoarten

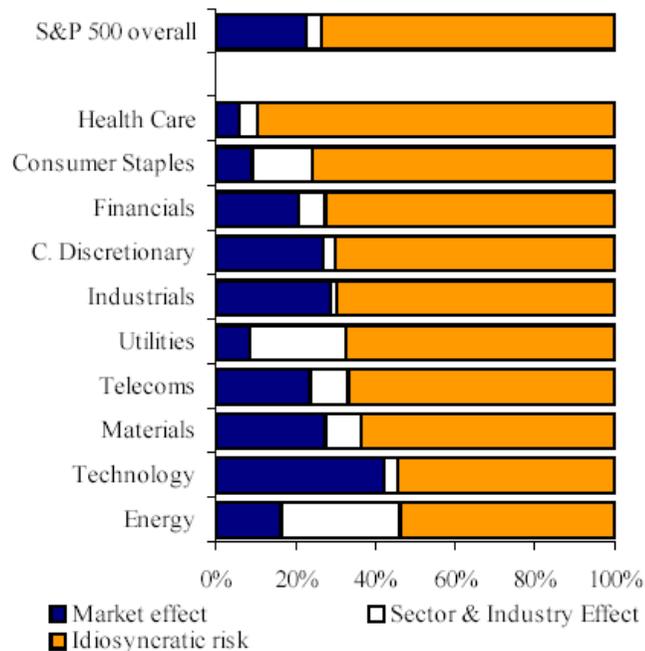


## 2.3 Finanzanalytische Unternehmensbewertung : CAPM

### Stock Picking führt nur bei hohem Alpha zu Abovepar-Renditen

Exhibit 3

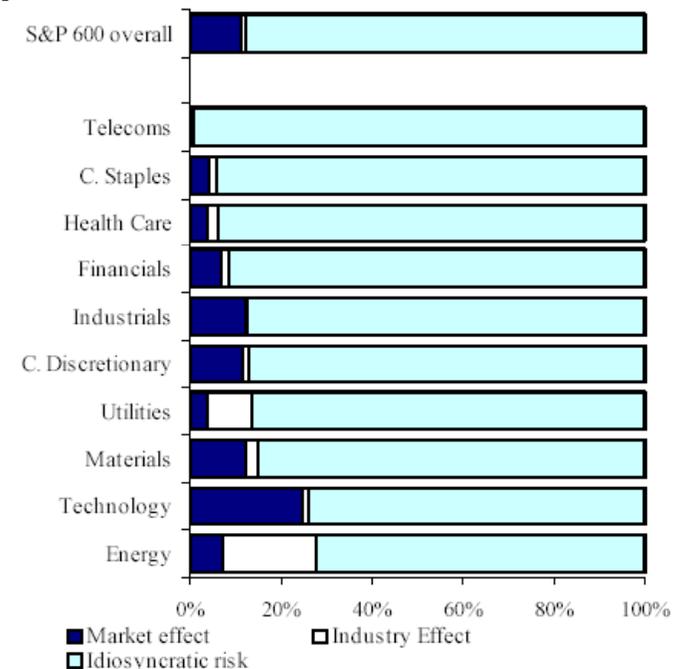
#### Some Alpha in Large Caps



Source: Morgan Stanley Quantitative Research.  
Data pertains to S&P 500 as of 10/31/2004.

Exhibit 5

#### Lots of Alpha in Small Caps



Source: Morgan Stanley Quantitative Research.  
Data pertains to S&P 600 as of 10/31/2004.

## 2.3 Finanzanalytische Unternehmensbewertung

---

- **Der Kapitalmarkt als permanente Monitoring-Instanz**
- **CHARTS** als historische Optik
- **Bewertungs - Standards der Finanzanalyse : Multiples**
  - **KGV** (Kurs / Gewinn-Verhältnis: **P/E - Ratio**)
  - **CFV** (Cash-Flow-Verhältnis)
  - **BV** (Buchwert / Marktwert-Verhältnis)

## 2.3 Kennzahlen:



Kennzahlen pro Aktie in Euro	2003	2004	2005	2006	2007
Ergebnis	7,11	6,61	11,24	8,47	11,06
Dividende	2,00	2,35	2,75	3,35	4,10
Cash Flow	8,5	8,7	10,1	11,0	13,4
Eigenkapital = Buchwert	114	132	129	139	186
<b>Börsenkurs 31.12.</b>	<b>51,74</b>	<b>67,06</b>	<b>87,39</b>	<b>102,83</b>	<b>145,59</b>

Quelle: E.on-Geschäftsbericht,  
Eigene Berechnung

## 2.3 Kennzahlen:



Multiples	2003	2004	2005	2006	2007
KGV (PER)	7,3x	10,2x	7,8x	12,1x	13,2x
CF (CF)	6x	8x	9x	9x	11x
Buchwert (BV)	1,1x	1,3x	1,3x	1,4x	2,0x
<b>Börsenkurs 31.12.</b>	<b>51,74</b>	<b>67,06</b>	<b>87,39</b>	<b>102,83</b>	<b>145,59</b>

Quelle: DB Research,  
Eigene Berechnung

## 2.3 Finanzanalytische Unternehmensbewertung

---

### Die Multiple-Darstellung als Faust-Formel

- **Nachteile** :
  - Bezug auf **derzeitigen** Kurs kann zu “Überzeichnungen” führen
  - Kein Zeitwert des Geldes; kein Risiko-Maß; **keine IRR**
  - Kontinuitäts-Hypothese gilt nicht bei starkem Wachstum
  
- **Vorteile** :
  - universelle Akzeptanz
  - leichte Kommunizierbarkeit
  - “erste Orientierungs-Marke”

## 2.4 Unternehmens-Typologie

---

### **Rohstoffunternehmen:**

- Sicherheit von Bodenrechten
- Rechtssicherheit
- Qualität der Transportwege

### **Handelsunternehmen:**

- Qualität der Arbitrage-Beziehungen:
  - Produktgruppen / Kundengruppen / Logistik

## 2.4 Unternehmens-Typologie

---

### Produktionsunternehmen:

- Technologieschutz / Know-How / F + E
- Kapitalstock : Sach- / **Human-Kapital**
- Absatzsicherung / **Marken**

### Dienstleistungsunternehmen:

- autonomer Marktanteil (franchise)
  - standardisierte Produktion
  - vertragsnahe Absatzorganisation
  - Fähigkeit, die besten Mitarbeiter zu gewinnen
- => Wissens-Unternehmen / internet start up's**

## 2.4 Unternehmens-Typologie

---

### internet start up's

- hohes Wachstum / Kunden-Akzeptanz
- hohe Unsicherheit
- hohe Verluste / Marketing
- hohe Bewertung
- customer economics => **Amazon** **Ebay**

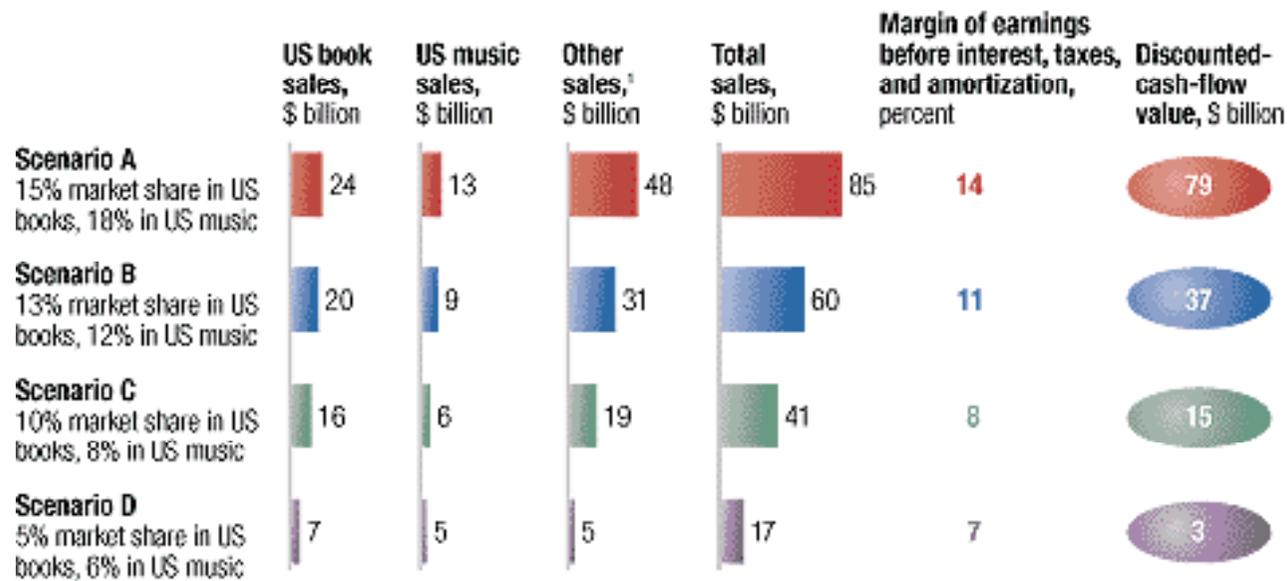
Marktwert 1999 :	26,3 Mia USD	16,4 Mia USD
Marktwert 2000 :	5,6 Mia USD	8,9 Mia USD
Marktwert 2006 :	15,4 Mia USD	56,5 Mia USD
Marktwert 2008* :	32,2 Mia USD	42,3 Mia USD

\* Stand 9.4.2008

## 2.4 Unternehmens-Typologie

EXHIBIT 1

### Amazon.com: Potential outcomes



<sup>1</sup>Books and music sold outside the United States as well as sales of videos, digital video discs, toys, and consumer electronic goods in any market.

Quelle: The McKinsey Quarterly 2000 Number 1

## 2.4 Unternehmens-Typologie

---

### EXHIBIT 2

---

#### Amazon.com: Expected value

---

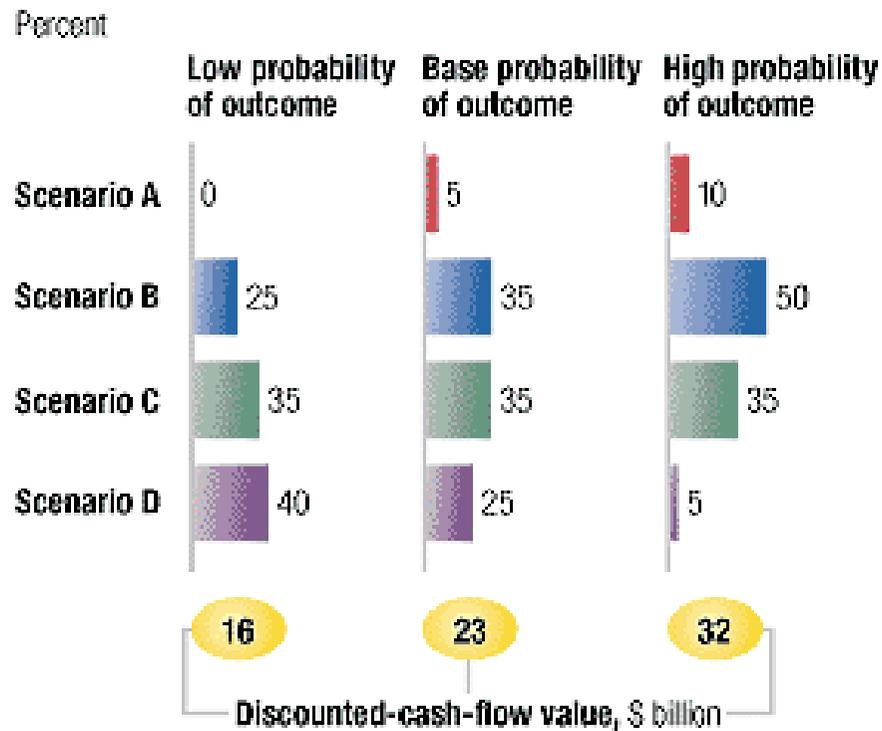
	Discounted- cash-flow value, \$ billion	<b>X</b>	Probability, percent	<b>=</b>	Expected value, \$ billion
<b>Scenario A</b>	<b>79</b>		<b>5</b>		<b>3.9</b>
<b>Scenario B</b>	<b>37</b>		<b>35</b>		<b>13.0</b>
<b>Scenario C</b>	<b>15</b>		<b>35</b>		<b>5.3</b>
<b>Scenario D</b>	<b>3</b>		<b>25</b>		<b>0.8</b>
					<hr/> <b>\$23.0 billion</b>

Quelle: The McKinsey Quarterly 2000 Number 1

## 2.4 Unternehmens-Typologie

EXHIBIT 3

### Amazon.com: Volatility of expected values



Quelle: The McKinsey Quarterly 2000 Number 1

## 2.4 Unternehmens-Typologie

---

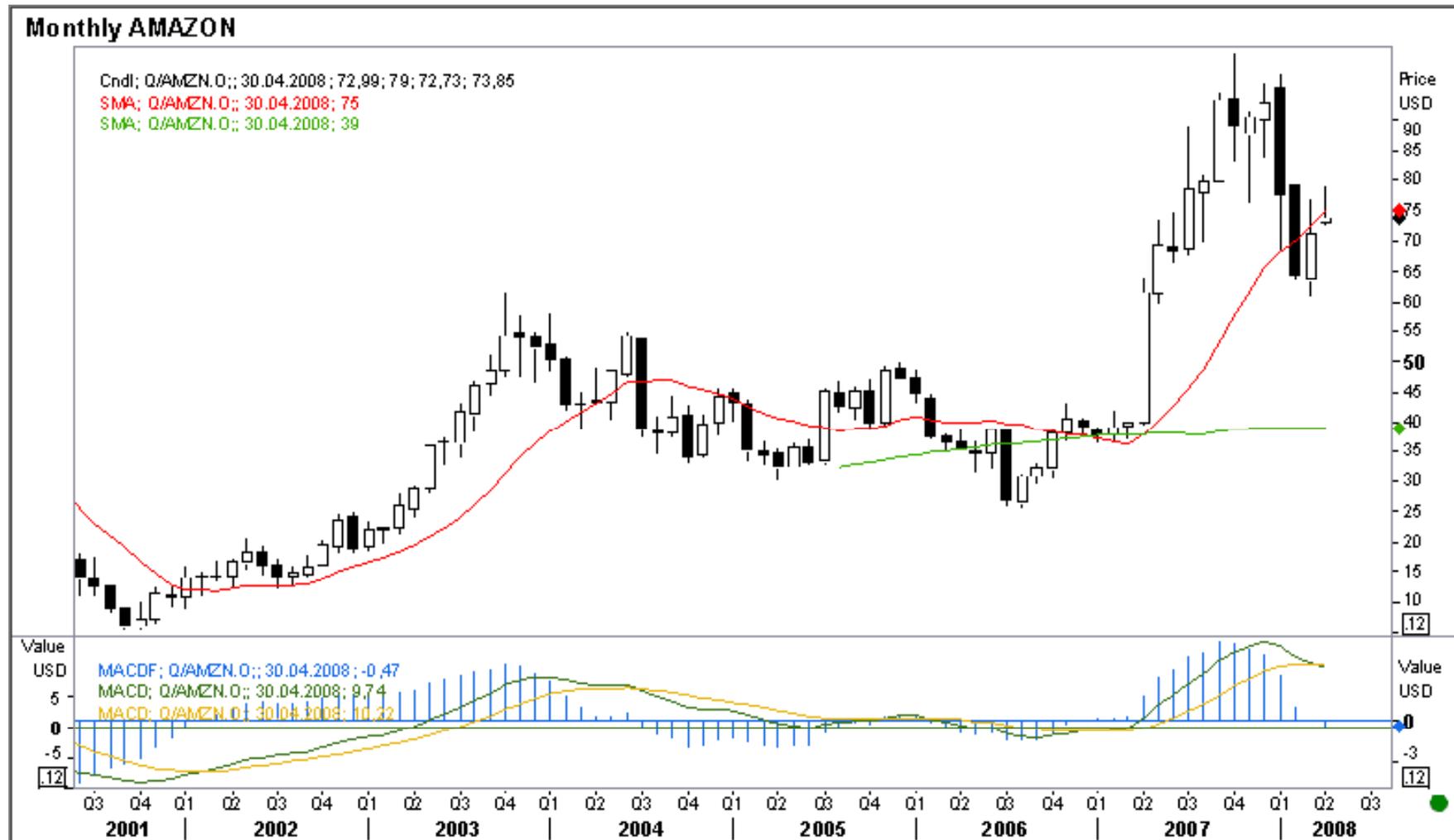
### EXHIBIT 4

#### **Amazon.com: Customer economics, Scenario B**

	1999	2010
Average revenue per customer, \$	140	500
Customers, million	9	120
Contribution margin, percent	14	14
Acquisition cost per customer, \$	29	50
Customer churn rate, percent	25	25

Quelle: The McKinsey Quarterly 2000 Number 1

## 2.4 Unternehmens-Typologie



Quelle: Reuters

# 2.4 Unternehmens-Typologie

Company Views - Amazon.com Inc

REUTERS Company Views

Code is  Enter code:  GO Search News Quote Chart Research Top News Tear

**Amazon.com Inc**

Overview Estimates Reports Ratios Share Data Comparisons Ownership Officers Transactions What's New?

Summary Company Profile Consolidated Quotes Company Events Equity Offerings Page Help

Background		Company Report (USD)		Key Ratios	
ISIN Code	USD231351067	Report Date	31Dec07	Return on Equity %	39.77
Local Code (CUS)	023135106	Period Covered	12 Months	Return on Total Assets %	8.78
Exchange	NSQ	Report (Consolidated)	Annual	Operating Margin %	4.42
Employees	17,000	Revenue	14,835m	BVPS(USD)	2.87
Website	www.amazon.com	Total Income	14,835m	Quick Ratio	1.07
Next Event	23Apr08	Operating Result	655m	Total Assets / Equity	5.42
		Net Int Exp/(Inc)	(13m)	Beta	2.07
		Pretax Profit/Loss	660m	Earnings Yld %	1.45
		Net Attributable	476m	Price To Book	26.92
		Total Current Assets	5,164m	Total Liab / Equity	4.42
		~Cash & Equivalents	2,539m	Credit Rating (13Jun07) (Standard and Poor's)	BB
		Fixed Assets	1,321m	5 Day Short Interest Ratio (14Mar08)	5.12
		Total Assets	6,485m		
		Total Liabilities	5,288m		
		~Current Liabilities	3,714m		
		~Long Term Debt	1,282m		
		Shareholders' Equity	1,197m		

Industrial Classifications		Consensus Estimates (USD)				Index Relative	
GICS	Internet Retail		Actual	Dec08	Dec09	PE	Div Yld
FTSE	Retailers e-commerce	EPS	1.120	1.532	2.123	69.02	-
		DPS	-	0.000	0.000	20.78	-
		Revenue	-	19,311.767m	23,834.482m	53.27	-
		Net Profit	-	660.989m	907.204m		
		PE	69.018	50.855	36.462		
		Div Yld%	-	-	-		
		Index PE	20.780	17.824	15.763		
		Index Div Yld%	-	-	-		
		Source: Reuters Estimates					

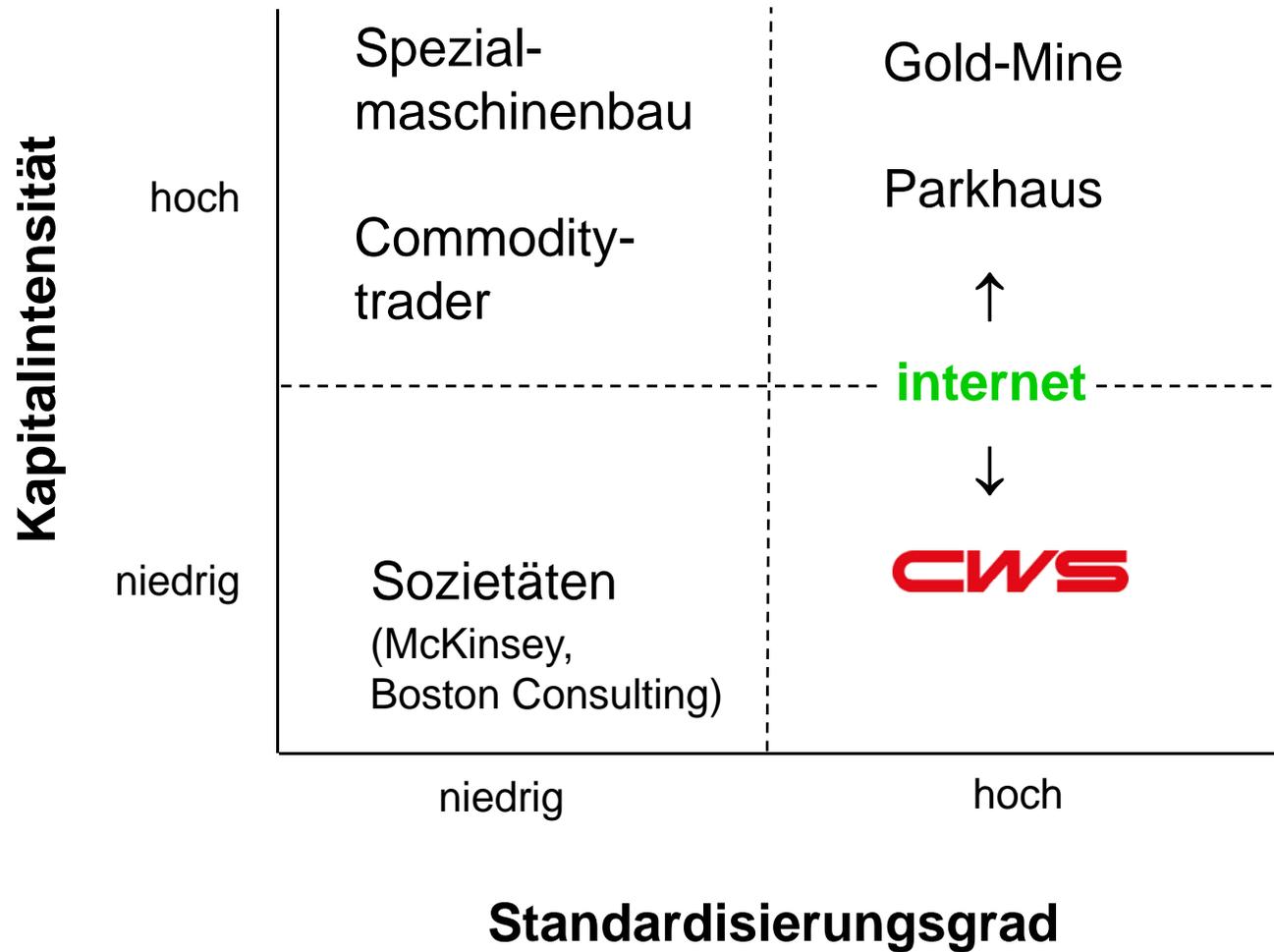
Share Details		Warrants	
Latest Shares - Outstanding (01Feb08)	416.82m	Recent Iss.	Amazonco Put Jun08 Deutsche 85
Latest Shares - Free Float (01Feb08)	308.5m	RIC codes	DEDB71BE.EW DEDB71BE.F
EPS (Adj) (USD)	1.120		
(EPS is Rolling 12 Month)			
DPS	-		
Total Market Cap (USD)	32,220.01m		

Performance	
Closing Price (USD)	77.3
52 wk High (USD) (23Oct07)	101.09
52 wk Low (USD) (11Apr07)	41.24
% Price Change 1 Month Ago	20.61
% Price Change 3 Months Ago	-12.04
% Price Change 6 Months Ago	-19.35
% Price Change 1 Year Ago	85.46

Quelle: Reuters

## 2.4 Unternehmens-Typologie



## 2.4 Rechtstitel an Unternehmen

---

- **Marktwert des Fremdkapitals**
  - Kredite
  - subordinierte Darlehen
  - Wandelanleihe
  
- **Marktwert des Eigenkapitals**
  - Stammaktie
  - Vorzugsaktie
  - Warrants / Optionsscheine
  - Genußscheine

## 2.4 Rechtstitel an Unternehmen

---

<b>Unterscheidungskriterien</b>	<b>FK</b>	<b>EK</b>
- Bedienungsverpflichtung	: ja	nein
- zeitliche Begrenzung der Überlassung	: ja	nein
- Risikoposition	: gering	hoch
- Mehrwertpotential	: nein	ja
- Stimmrecht	: nein	ja

## 2.4 Rechtstitel an Unternehmen

---

### Shareholder: Vertragsrechte

- Dividenden
- Wertzuwachs
- Kontrollrecht

### Stakeholder: Vertragsrechte / Interessen

- Mitarbeiter
- Manager
- Kunden
- Lieferanten
- Gemeinden (Umwelt)
- Staat

## 2.4 Rechtstitel an Unternehmen

---

### Property Rights im Lebenszykluskonzept

<b>Dividende</b>		<b>X</b>	<b>X</b>
<b>Wert- zuwachs</b>	<b>X</b>	<b>X</b>	
<b>Kontrolle</b>	<b>X</b>		<b>X</b>
	Gründung	Wachstum	Reife

## 2.4 Rechtstitel an Unternehmen

### Unternehmensfinanzierung im internationalen Vergleich

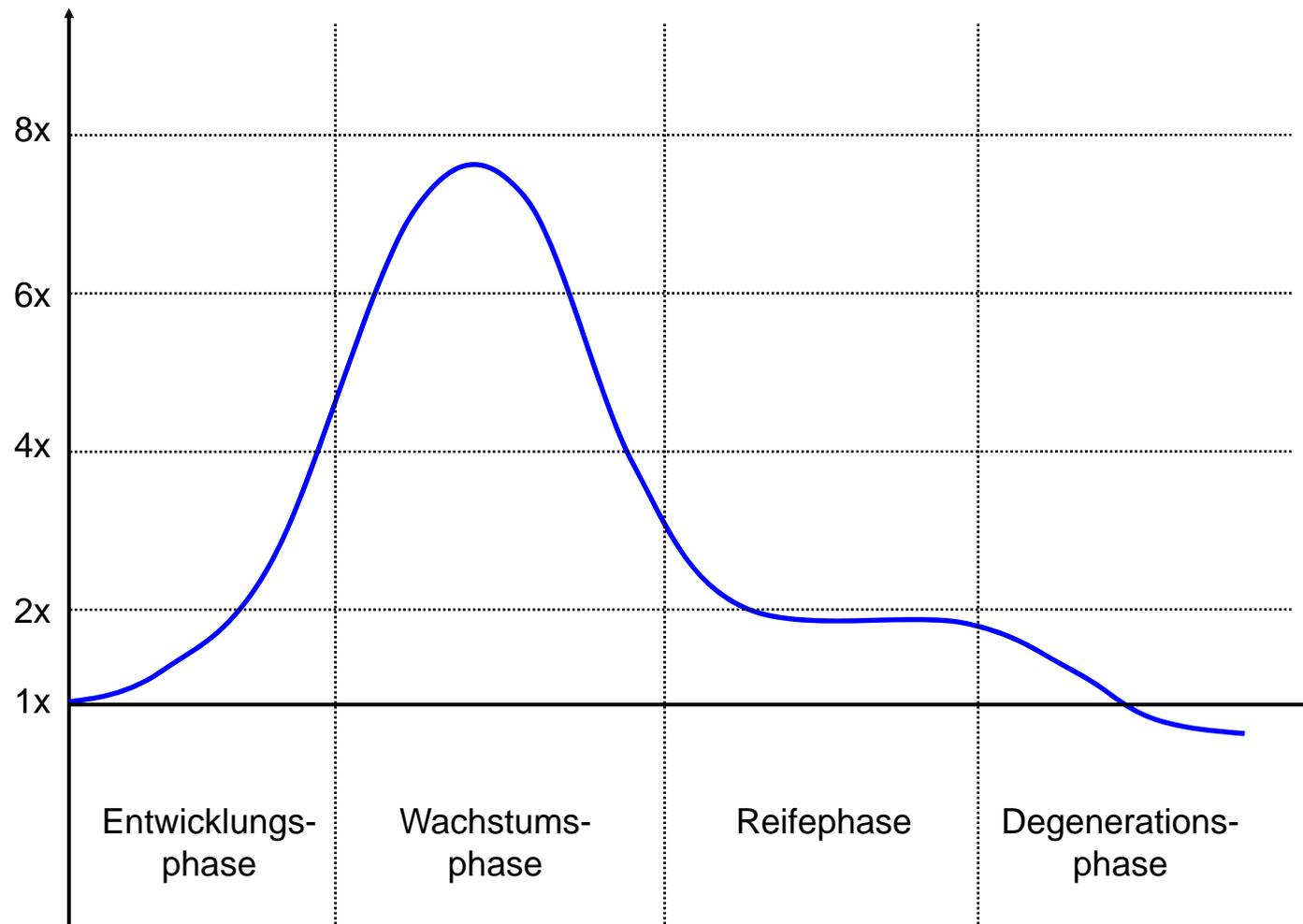
*Anteile am Gesamtkapital in %*

	Eigenmittel	Obligationen	Finanzschulden Bankschulden	andere
Deutschland	49	26	16	9
Frankreich	52	25	15	8
Italien	47	16	28	9
Skandinavien	60	21	15	5
Schweiz	58	28	11	3
Grossbritannien	69	20	9	2
Europa	57	22	14	6
USA	64	31	3	1
Japan	44	24	31	1

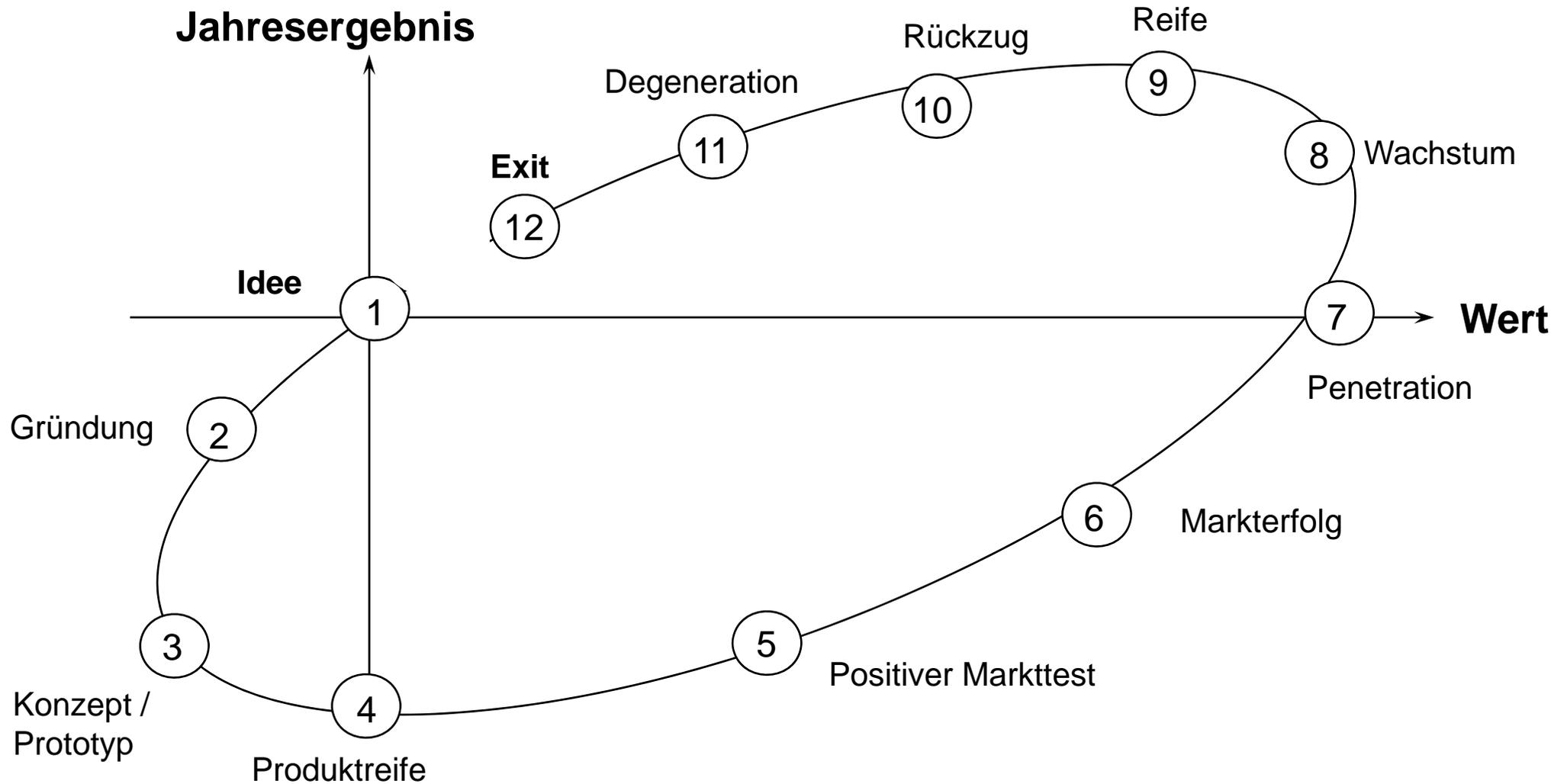
Quelle: Mediobanca. Im Januar 2003 publizierte Analyse der Bilanzen per Ende 2001 von 274 multinationalen Industriekonzernen.

## 2.5 Wertsteigerung im Lebenszykluskonzept

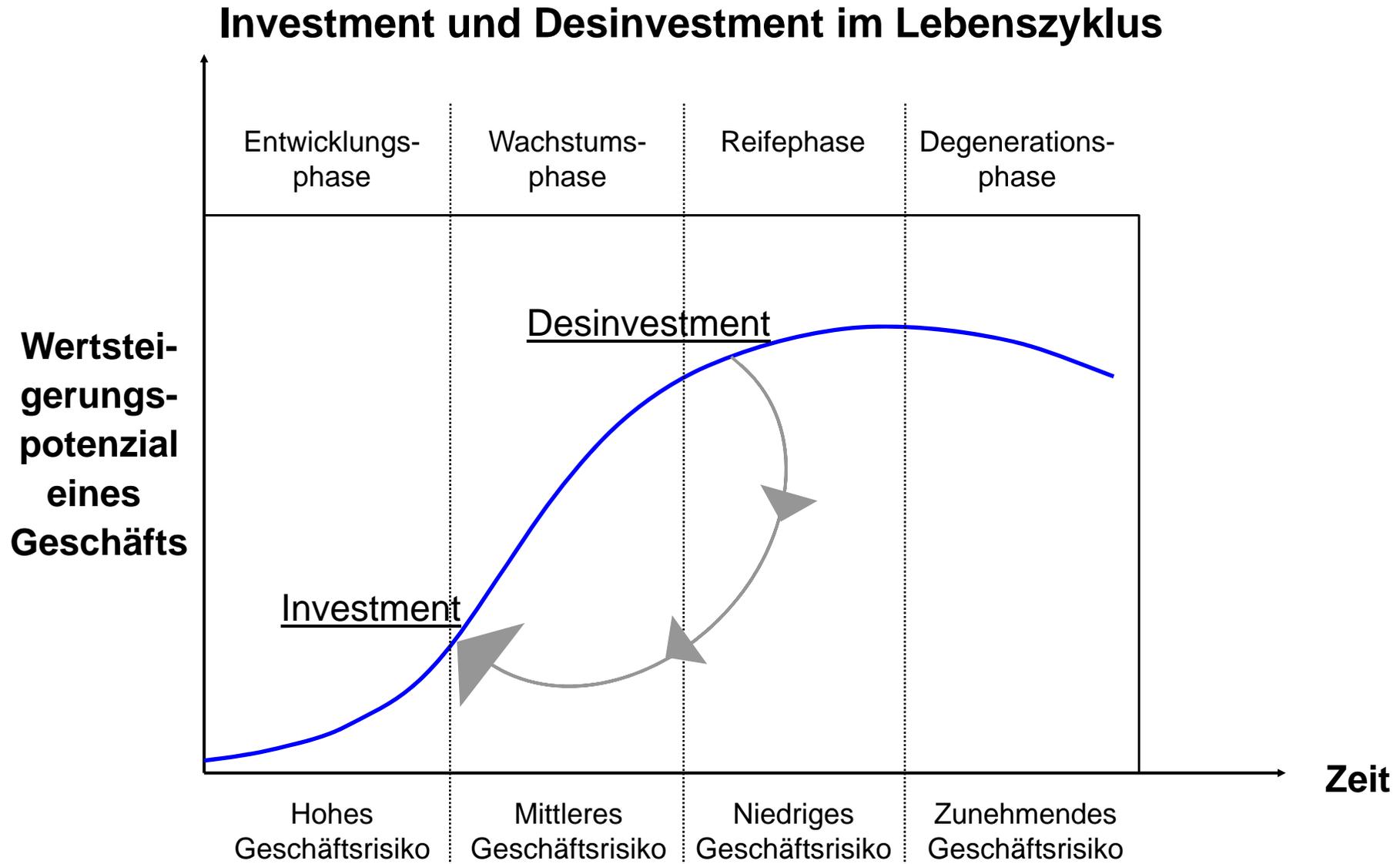
### Marktwert / Buchwert-Ratio im Lebenszyklus



## 2.5 Wertsteigerung im Lebenszykluskonzept



## 2.5 Wertsteigerung im Lebenszykluskonzept



## 2.5 Wertsteigerung im Lebenszykluskonzept

---

### Volkswirtschaftlicher Ressourcen-Transfer:

<b>Projektrenditen</b>	>	<b>Kapitalkosten</b>
Marktwerte	>	Investiertes Kapital
Kapitalzuflüsse	>	Kapitalabflüsse

<b>Projektrenditen</b>	=	<b>Kapitalkosten</b>
Marktwerte	=	Investiertes Kapital
Kapitalzuflüsse	=	Kapitalabflüsse

<b>Projektrenditen</b>	<	<b>Kapitalkosten</b>
Marktwerte	<	Investiertes Kapital
Kapitalzuflüsse	<	Kapitalabflüsse

## 2.6 The Message

---

- Aufgabenkomplexität vs. Reduktionserfordernis : **eine Zahl**
- Bewertungsanlässe und Bewertungsinteressenten : **Relativität**
- Finanz-Theorie -> Faustformeln
- Kapitalmarkt als permanente Unternehmensbewertung ?
- Bewertungsdifferenzierung: Typen, Lebenszyklus und property rights

## 2.6 The Message

---

**Geschichte eines Mönchs**, der durch Meditation in seinem Orden zu immer höheren Stufen der Erkenntnis gelangen will und **12 Eingangs-Meditationsregeln** erhält.

Nach 12 Jahren beherrscht der Mönch die Regeln so gut, dass er in die **IV. Stufe** rückt, die nur 1.728 andere Mönche erreichen.

Nach weiteren 12 Jahren und neuen Meditationsregeln gelangt der Mönch in die **III. Stufe**, die nur 144 andere Mönche erreichen.

Nach wiederum 12 Jahren hat er die Meditationsregeln so verinnerlicht, dass er in die **II. Stufe** aufsteigt, die nur 12 andere Mönche erreichen.

Nachdem der Mönch nochmals 12 Jahre mit neuen Regeln ausgefüllt hat und die **höchste Stufe** der Erkenntnis erreicht hat, erfährt er das letzte Ordensgeheimnis:

**ES GIBT KEINE REGELN !**

## Literaturhinweise

---

Born, K.: Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung, Stuttgart 2003

Brealey, R. A., Myers, S. C.: Principles of Corporate Finance, 8. Aufl., New York 2005

Börsig, C., Coenenberg, A. G.: Bewertung von Unternehmen, Stuttgart 2003

Bühner, R.: Das Management-Wert-Konzept, Stuttgart 1990

Copeland, T., Koller, T., Murrin, J.: Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies, 3. Aufl., New York 2000

Drukarczyk, J.: Unternehmensbewertung, 4. Aufl., München 2003

Lewis, T. G.: Steigerung des Unternehmenswertes, 2. Aufl., Landsberg 1995

Rappaport, A.: Creating Shareholder Value, New York 1986

Richter, F.: Mergers & Acquisitions - Investmentanalyse, Finanzierung und Prozessmanagement, München 2005.

Stewart III, G. B.: The Quest for Value, New York 1991