

Ralf Hartmann

DCF-orientierte Bewertung von Konzernen unter besonderer Berücksichtigung des Wertbeitrages der Konzernzentrale

Diplomarbeit

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek: Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de/> abrufbar.

Dieses Werk sowie alle darin enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsschutz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlanges. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, Auswertungen durch Datenbanken und für die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme. Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe (einschließlich Mikrokopie) sowie der Auswertung durch Datenbanken oder ähnliche Einrichtungen, vorbehalten.

Copyright © 1998 Diplom.de
ISBN: 9783832409661

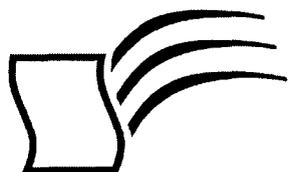
Ralf Hartmann

**DCF-orientierte Bewertung von Konzernen unter
besonderer Berücksichtigung des Wertbeitrages der
Konzernzentrale**

Ralf Hartmann

DCF-orientierte Bewertung von Konzernen unter besonderer Berücksichtigung des Wertbeitrages der Konzernzentrale

**Diplomarbeit
an der Ruhr-Universität Bochum
Mai 1998 Abgabe**



Diplomarbeiten Agentur
Dipl. Kfm. Dipl. Hdl. Björn Bedey
Dipl. Wi.-Ing. Martin Haschke
und Guido Meyer GbR

Hermannstal 119 k
22119 Hamburg

agentur@diplom.de
www.diplom.de

ID 966

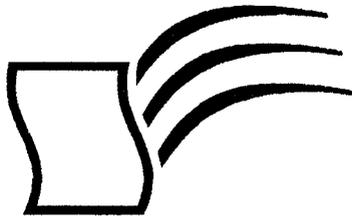
Hartmann, Ralf: DCF-orientierte Bewertung von Konzernen unter besonderer Berücksichtigung des Wertbeitrages der Konzernzentrale / Ralf Hartmann – Hamburg: Diplomarbeiten Agentur, 1998
Zugl.: Bochum, Universität, Diplom, 1998

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes der Bundesrepublik Deutschland in der jeweils geltenden Fassung zulässig. Sie ist grundsätzlich vergütungspflichtig. Zuwiderhandlungen unterliegen den Strafbestimmungen des Urheberrechtes.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, daß solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Die Informationen in diesem Werk wurden mit Sorgfalt erarbeitet. Dennoch können Fehler nicht vollständig ausgeschlossen werden, und die Diplomarbeiten Agentur, die Autoren oder Übersetzer übernehmen keine juristische Verantwortung oder irgendeine Haftung für evtl. verbliebene fehlerhafte Angaben und deren Folgen.

Dipl. Kfm. Dipl. Hdl. Björn Bedey, Dipl. Wi.-Ing. Martin Haschke & Guido Meyer GbR
Diplomarbeiten Agentur, <http://www.diplom.de>, Hamburg
Printed in Germany



Diplomarbeiten Agentur

Wissensquellen gewinnbringend nutzen

Qualität, Praxisrelevanz und Aktualität zeichnen unsere Studien aus. Wir bieten Ihnen im Auftrag unserer Autorinnen und Autoren Wirtschaftsstudien und wissenschaftliche Abschlussarbeiten – Dissertationen, Diplomarbeiten, Magisterarbeiten, Staatsexamensarbeiten und Studienarbeiten zum Kauf. Sie wurden an deutschen Universitäten, Fachhochschulen, Akademien oder vergleichbaren Institutionen der Europäischen Union geschrieben. Der Notendurchschnitt liegt bei 1,5.

Wettbewerbsvorteile verschaffen – Vergleichen Sie den Preis unserer Studien mit den Honoraren externer Berater. Um dieses Wissen selbst zusammenzutragen, müssten Sie viel Zeit und Geld aufbringen.

<http://www.diplom.de> bietet Ihnen unser vollständiges Lieferprogramm mit mehreren tausend Studien im Internet. Neben dem Online-Katalog und der Online-Suchmaschine für Ihre Recherche steht Ihnen auch eine Online-Bestellfunktion zur Verfügung. Inhaltliche Zusammenfassungen und Inhaltsverzeichnisse zu jeder Studie sind im Internet einsehbar.

Individueller Service – Gerne senden wir Ihnen auch unseren Papierkatalog zu. Bitte fordern Sie Ihr individuelles Exemplar bei uns an. Für Fragen, Anregungen und individuelle Anfragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung. Wir freuen uns auf eine gute Zusammenarbeit

Ihr Team der *Diplomarbeiten Agentur*

Dipl. Kfm. Dipl. Hdl. Björn Bedey –
Dipl. Wi.-Ing. Martin Haschke —
und Guido Meyer GbR —————

Hermannstal 119 k —————
22119 Hamburg —————

Fon: 040 / 655 99 20 —————
Fax: 040 / 655 99 222 —————

agentur@diplom.de —————
www.diplom.de —————

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	IV
1. Einleitung und Gang der Arbeit	1
2. Shareholder Value – Implikationen und Auswirkungen auf die Unternehmenssteuerung	3
2.1 Was ist und was bedeutet der Shareholder Value?	3
2.2 Auswirkung der Wertorientierung auf die Unternehmenssteuerung – Wertsteigerungsmanagement mit Hilfe der permanenten Unternehmensbewertung	4
2.3 Wahl der Bewertungsmethode im Rahmen der permanenten Unternehmensbewertung	5
3. Die DCF-Methode – Darstellung des Grundmodells	7
3.1 Auswahl eines Bewertungsverfahrens	7
3.2 Festlegung des Planungshorizontes	9
3.3 Zusammenstellung der Daten	10
3.4 Prognose der Cash Flows	11
3.5 Berechnung der zukünftigen Kapitalstruktur	13
3.6 Ermittlung des Steuersatzes	15
3.7 Bestimmung der Kapitalkosten auf Basis von kapitalmarkttheoretischen Modellen	16
3.7.1 Allgemeines zum Kapitalkostensatz und Anmerkungen zur Kapitalmarktorientierung	16
3.7.2 Bestimmung der Fremdkapitalkosten	17
3.7.3 Bestimmung der Eigenkapitalkosten auf Basis von Kapitalmarktmodellen bei Einbeziehung des Risikos	18
3.7.4 Berechnung des gewichteten Kapitalkostensatzes	24
3.8 Berechnung des Restwertes – Einbeziehung der Fortführungsprämisse	24
3.9 Zusammenfügung der einzelnen Komponenten zum Unternehmenswert und Überleitung zum Shareholder Value	25

4. Die DCF-orientierte Bewertung von Konzernen unter besonderer Berücksichtigung des Wertbeitrages der Konzernzentrale	27
4.1 Der Konzern als Bewertungsobjekt	27
4.2 Aufspaltung des Konzerns in Teilbereiche	30
4.2.1 Allgemeine Anmerkungen	30
4.2.2 Die Definition von Geschäftsbereichen innerhalb des Konzerns	32
4.2.3 Bildung fiktiver Teilbereiche zur Vermeidung von Zurechnungsproblemen	33
4.3 Ermittlung der Wertbeiträge der einzelnen Sparten	34
4.3.1 Festlegung des Planungshorizontes	34
4.3.2 Zusammenstellung der Geschäftsbereichsdaten	35
4.3.3 Prognose der Cash Flows der einzelnen Sparten	36
4.3.4 Berechnung der spartenspezifischen Kapitalstruktur	39
4.3.5 Ermittlung des spartenbezogenen Steuersatzes	40
4.3.6 Bestimmung der spartenbezogenen Kapitalkosten unter Berücksichtigung des Risikos	41
4.3.6.1 Allgemeine Anmerkungen	41
4.3.6.2 Bestimmung der Fremdkapitalkosten	42
4.3.6.3 Bestimmung der Eigenkapitalkosten	42
4.3.6.3.1 Spezielle Probleme der Bestimmung bei Konzernen	42
4.3.6.3.2 Alternative Ermittlungsverfahren auf Basis des CAPM	43
4.3.6.3.2.1 Analogiemethoden	43
4.3.6.3.2.1.1 Vergleich mit einem Referenzunternehmen	43
4.3.6.3.2.1.2 Branchenvergleich	47
4.3.6.3.2.1.3 Vergleich mit einer Referenzgruppe (Peer Group-Ansatz)	49
4.3.6.3.2.1.4 Kritische Anmerkungen zu den Analogieansätzen	50
4.3.6.3.2.2 Analysemethoden	51
4.3.6.3.2.2.1 Ableitung aus dem internen Rechnungswesen mit Hilfe statistischer Verfahren	51

4.3.6.3.2.2 Befragung des Managements	61
4.3.6.3.2.3 Vor- und Nachteile der Analysemethoden	61
4.3.6.3.2.3 Kritische Gegenüberstellung der verschiedenen Methoden ..	62
4.3.6.4 Berechnung des gewichteten Kapitalkostensatzes	64
4.3.7 Berechnung des Restwertes	64
4.3.8 Besonderheiten bei der Bewertung ausländischer Teileinheiten	64
4.3.9 Ermittlung des Shareholder Value der einzelnen Sparten	66
4.4 Ermittlung des Wertbeitrages der Konzernzentrale	66
4.4.1 Allgemeines	66
4.4.2 Die Wertpotentiale der Konzernzentrale	68
4.4.3 Quantifizierung der Wertpotentiale	71
4.4.3.1 Prognose der Cash Flows	71
4.4.3.2 Ermittlung des Steuersatzes	73
4.4.3.3 Bestimmung der Kapitalkosten	74
4.4.3.4 Ermittlung des Shareholder Value der Konzernzentrale unter Berücksichtigung von Risikoklassen	74
4.5 Zusammenfassung der einzelnen Shareholder Value zum DCF-Wert des Konzerns	75
5. Möglichkeiten zur Instrumentalisierung der DCF-orientierten Konzernbewertung ..	76
5.1 Wertsteigerungsanalyse (ex ante-Analyse)	76
5.2 Wertorientierte strategische Abweichungsanalyse (ex post-Analyse)	78
6. Umsetzungsprobleme und kritische Anmerkungen	80
7. Fazit	83
Literaturverzeichnis	85
Anhang	A1

Abkürzungsverzeichnis

β	Beta/ Volatilität gegenüber Vergleichsmaßstab
β_{FK}	Fremdkapitalrisiko
β_M	Marktrisiko
β_U	Beta des unverschuldeten Unternehmens/ unleveraged Beta
β_V	Beta des verschuldeten Unternehmens/ leveraged bzw. releveraged Beta
$\beta_{V, j}$	Produktlinien-Beta
ΔFK_Z	zu verantwortendes Fremdfinanzierungs- volumen der Zentrale
γ_j	Reaktionskoeffizient
Abschr	Abschreibungen
AG	Aktiengesellschaft
APT	Arbitrage Pricing Theory
BB	Der Betriebsberater
BCF	Brutto-Cash Flow
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BG	Bruttogewinn (Gewinn vor Zinsen)
BW_{nbV}	Barwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens
bzw.	beziehungsweise
c. p.	ceteris paribus
CAPM	Capital Asset Pricing Model
cov	Kovarianz
d. h.	das heißt
DAX	Deutscher Aktien Index
DB	Der Betrieb
DBW	Die Betriebswirtschaft
DCF	Discounted Cash Flow
DFL	finanzwirtschaftliches Leverage
DOL	leistungswirtschaftliches Leverage
$E(R_i)$	erwartete Aktienrendite
EBIT	Ergebnis vor Steuern/ Earnings before interest and taxes
$EINV_{UV}$	Erweiterungsinvestitionen ins Working Capital
$EINV_{AV}$	Erweiterungsinvestitionen ins Anlagevermögen

EK_v	Marktwert des Eigenkapitals des verschuldeten Unternehmens
et al.	und andere
etc.	et cetera
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FCF	Free-Cash Flow
FK_v	Marktwert des Fremdkapitals des verschuldeten Unternehmens
FM	Financial Management
G	Nettogewinn (nach Zinsen)
g_i	Gewinnwachstumsrate der Sparte i
g_M	Gewinnwachstumsrate des Gesamtmarktes
GK_v	Marktwert des verschuldeten Unternehmens
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
GW	Gegenwartswert
h	Gewerbeertragssteuerhebesatz
HBR	Harvard Business Review
Hrsg.	Herausgeber
i. d. R.	in der Regel
IdW	Institut der Wirtschaftsprüfer
INV_{AV}	Investitionen (Auszahlungen) ins Anlagevermögen
INV_{UV}	Investitionen (Auszahlungen) ins Working Capital
JoF	Journal of Finance
K_{ij}	Betriebsvermögen der Sparte j des Unternehmens i
k_{EK}	Eigenkapitalkostensatz
k_{FK}	Fremdkapitalkostensatz
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
LRP	Long Range Planning
m_{Gew}	Gewerbeertragssteuer-Meßzahl
MS	Management Science
NCF	Netto-Cash Flow des Unternehmens
NOPLAT	Ergebnis nach Steuern/ Net operating profit less adjusted taxes
o. V.	ohne Verfasser
OECD	Organization of Economic Cooperation and Development
r_j	Produktlinien-Rentabilität