

INHALTSÜBERSICHT

Teil 1:	Einleitung	1
	I. Wirtschaftliches Umfeld.....	1
	II. Problemstellung.....	2
	III. Zielsetzung und Aufbau der Arbeit.....	3
Teil 2:	Aufgaben und Stellung der fundamentalen Aktienanalyse.....	6
	I. Einordnung in das Gebiet der Wertpapieranalyse.....	6
	II. Notwendigkeit der fundamentalen Aktienanalyse.....	9
	III. Stellung der fundamentalen Aktienanalyse in der Praxis.....	15
	IV. Zusammenfassung.....	16
Teil 3:	Fundamentale Aktienanalyse und Unternehmensbewertung.....	18
	I. Gemeinsamkeiten und Unterschiede.....	18
	II. Methoden der Unternehmensbewertung nach Miller und Modigliani.....	23
	III. Traditionelle Methoden der Unternehmensbewertung: Ertragswert- verfahren und Discounted Cash Flow-Verfahren.....	30
	IV. Kombinierte Methoden der Unternehmensbewertung und Performance-Messung.....	48
	V. Zusammenfassung.....	52
Teil 4:	Konzeption der kombinierten Bewertungsmodelle.....	55
	I. Cash Flow Return on Investment-Modell.....	55
	II. Economic Value Added-Modell.....	69
	III. Price Earnings-Ratio-Modell.....	80
	IV. Zusammenfassung.....	113
Teil 5:	Performance-Maßstab der kombinierten Bewertungsmodelle.....	116
	I. Earnings per Share.....	116
	II. Economic Value Added.....	228
	III. Cash Flow Return on Investment.....	319
	IV. Zusammenfassung.....	344
Teil 6:	Zusammenfassung und Ausblick.....	349

INHALTSVERZEICHNIS

Vorwort.....	V
Inhaltsübersicht.....	VII
Inhaltsverzeichnis	VIII
Verzeichnis der Abbildungen	XIV
Verzeichnis der Abkürzungen	XVI
Teil 1: Einleitung	1
I. Wirtschaftliches Umfeld	1
II. Problemstellung	2
III. Zielsetzung und Aufbau der Arbeit	3
Teil 2: Aufgaben und Stellung der fundamentalen Aktienanalyse	6
I. Einordnung in das Gebiet der Wertpapieranalyse	6
II. Notwendigkeit der fundamentalen Aktienanalyse	9
A. Ansätze zur Erklärung nicht-fundamentaler Kursbildung	9
B. Effizienz-Markt-These und fundamentale Aktienanalyse	11
III. Stellung der fundamentalen Aktienanalyse in der Praxis	15
IV. Zusammenfassung	16
Teil 3: Fundamentale Aktienanalyse und Unternehmensbewertung	18
I. Gemeinsamkeiten und Unterschiede	18
A. Relevante Bewertungsströme	18
B. Relevante Datenbasis	21

II.	Methoden der Unternehmensbewertung nach Miller und Modigliani	23
A.	Überblick	23
B.	Barwert der Cash Flows	24
C.	Barwert der Erfolge	25
D.	Barwert der gegenwärtigen Erfolge zuzüglich des Barwerts der Investitionsmöglichkeiten	28
III.	Traditionelle Methoden der Unternehmensbewertung: Ertragswertverfahren und Discounted Cash Flow-Methode	30
A.	Überblick	30
B.	Ertragswertverfahren.....	32
C.	Discounted Cash Flow-Verfahren	36
D.	Unterschiede zwischen dem Discounted Cash Flow-Verfahren und dem Ertragswertverfahren.....	43
E.	Prognosemodelle	44
F.	Beurteilung des Ertragswertverfahrens im Vergleich zur Discounted Cash Flow-Methode	46
IV.	Kombinierte Methoden der Unternehmensbewertung und Performance-Messung	48
A.	Grundkonzeption der kombinierten Methoden	48
B.	Anforderungen an die kombinierten Methoden	50
V.	Zusammenfassung	52
Teil 4:	Konzeption der kombinierten Bewertungsmodelle	55
I.	Cash Flow Return on Investment-Modell	55
A.	Überblick	55
B.	Herleitung des Cash Flow Return on Investment-Modells	56
C.	Komponenten des Cash Flow Return on Investment-Modells	57
1.	Cash Flow Return on Investment	57
2.	Free Cash Flow-Konvergenz-Verfahren.....	59
a)	Überblick.....	59
b)	Ermittlung der zukünftigen Brutto Cash Flows aus vergangenen und geplanten Investitionen.....	60
c)	Ermittlung der Kapitalkosten.....	64

D.	Anwendungsmöglichkeiten des CFROI-Modells	65
E.	Beurteilung der Konzeption des Cash Flow Return on Investment-Modells	66
II.	Economic Value Added-Modell	69
A.	Überblick	69
B.	Herleitung des Economic Value Added-Modells	70
C.	Komponenten des Economic Value Added-Modells	73
1.	Economic Value Added	73
2.	Market Value Added	75
D.	Anwendungsmöglichkeiten des Economic Value Added-Modells	77
E.	Beurteilung der Konzeption des Economic Value Added-Modells	78
III.	Price Earnings-Ratio-Modell	80
A.	Überblick	80
B.	Price Earnings-Ratio-Modell als eigenständiger Bewertungsansatz	80
C.	Komponenten des Price Earnings-Ratio-Modells	84
1.	Earnings per Share	84
2.	Price Earnings-Ratio	86
a)	Überblick	86
b)	Price Earnings-Ratio als isolierter Bewertungsmaßstab	87
c)	Ermittlung der Price Earnings-Ratio zur Berechnung des Unternehmenswerts	93
(1)	Ermittlung der Price Earnings-Ratio mittels Vergleichsunternehmen	94
(2)	Ermittlung der Price Earnings-Ratio mittels Barwertmodellen	100
(3)	Ermittlung der Price Earnings-Ratio mittels Regressionsmodellen	101
D.	Anwendungsmöglichkeiten des Price Earnings-Ratio-Modells	103
E.	Beurteilung der Konzeption des Price Earnings-Ratio-Modells	105
F.	Vergleich des Price Earnings-Ratio-Modells mit den traditionellen Methoden der Unternehmensbewertung	109
IV.	Zusammenfassung	113

Teil 5: Performance-Maßstäbe der kombinierten Bewertungsmodelle .. 116

I.	Earnings per Share	116
A.	Überblick	116
B.	Earnings per Share nach US-GAAP	117
	1. Regelungen und zur Offenlegung verpflichtete Unternehmen	117
	2. Ermittlung des Erfolgs im Zähler der Earnings per Share	119
	a) Überblick	119
	b) Discontinued operations	121
	c) Extraordinary items	127
	d) Income from continuing operations	129
	e) Accounting changes	130
	f) Comprehensive Income	138
	3. Ermittlung der Anzahl der Aktien im Nenner der Earnings per Share	141
	a) Überblick	141
	b) Basic Earnings per Share	143
	(1) Basisgleichung	143
	(2) Vorzugsaktien	146
	(3) Nicht voll eingezahlte Stammaktien	148
	(4) Aktienausgaben und Aktienrückkäufe	148
	(5) Gratisaktien und Aktiensplits	149
	(6) Bedingt emissionsfähige Stammaktien	152
	(7) Bonus-Elemente	153
	c) Diluted Earnings per Share	159
	(1) Basisgleichung	159
	(2) Methoden zur Ermittlung der Anzahl potentieller Aktien	160
	(a) If-converted-method	160
	(b) Treasury-stock-method	162
	(c) If-converted-method und treasury-stock-method	167
	(d) Reverse treasury-stock-method	168
	(e) Bedingt emissionsfähige Stammaktien	169
	(3) Bestimmung des maximalen Verwässerungseffekts ..	172
	d) Konsolidierte Earnings per Share	179
	4. Anhanginformationen	185
	5. Zusammenfassende Beurteilung der inhaltlichen Konzeption der Earnings per Share nach US-GAAP	186
C.	Earnings per Share nach IAS	190
	1. Überblick	190
	2. Ermittlung der Anzahl der Aktien im Nenner der Earnings per Share	191

3.	Ermittlung des Erfolgs im Zähler der Earnings per Share	195
a)	Überblick	195
b)	Discontinuing operations	196
c)	Extraordinary items	197
d)	Accounting changes	198
e)	Comprehensive income	200
4.	Zusammenfassende Beurteilung der inhaltlichen Konzeption der Earnings per Share nach IAS	201
D.	Ergebnis je Aktie nach DVFA/SG	202
1.	Überblick	202
2.	Ermittlung des Erfolgs im Zähler des Ergebnisses je Aktie nach DVFA/SG	204
3.	Ermittlung der Anzahl der Aktien im Nenner des Ergebnisses je Aktie nach DVFA/SG	210
4.	Zusammenfassende Beurteilung der inhaltlichen Konzeption des Ergebnisses je Aktie nach DVFA/SG	212
E.	Beurteilung der Earnings per Share als Performance-Maßstab ..	216
1.	Überblick	216
2.	Beurteilung der Konzeption der Earnings per Share	216
a)	Überblick	216
b)	Earnings per Share als Instrument zur Rentabilitätsmessung	217
c)	Earnings per Share als Instrument zur Beurteilung von Akquisitionen	219
3.	Performance-Messung auf Basis von Erfolgen und Cash Flows	222
a)	Überblick	222
b)	Erfolgsgrößen als Basis zur Performance-Messung	223
c)	Cash Flow-Größen als Basis zur Performance- Messung	224
II.	Economic Value Added	228
A.	Überblick	228
B.	Berechnung des Economic Value Added	229
1.	Ziele der Datenaufbereitung	229
2.	Ermittlung des investierten Kapitals (invested capital)	236
3.	Ermittlung des betrieblichen Erfolgs (net operating profit after tax)	266
4.	Ermittlung der Kapitalkosten	280
a)	Überblick	280
b)	Ermittlung der Fremdkapitalkosten	282
c)	Ermittlung der Eigenkapitalkosten	286
(1)	Überblick	286
(2)	Das Capital Asset Pricing Model	287

(3) Risikokomponentenansatz	299
(4) Dividenden-Barwert-Modell	301
d) Ermittlung des Gewichtungsverhältnisses	303
C. Beurteilung des Economic Value Added als Instrument zur Performance-Messung	305
1. Beurteilung der Konzeption des Economic Value Added	305
2. Beurteilung des Informationsgehalts des Economic Value Added	308
a) Theoretischer Informationsgehalt	308
b) Empirischer Informationsgehalt	311
(1) Überblick	311
(2) Studie der Stern Stewart & Co.	312
(3) Studie von Peterson und Peterson	313
3. Beurteilung der praktischen Berechnung des Economic Value Added	317
III. Cash Flow Return on Investment	319
A. Überblick	319
B. Berechnung des Cash Flow Return on Investment	319
1. Ermittlung der Bruttoinvestitionsbasis	319
2. Ermittlung des Brutto Cash Flow	325
3. Ermittlung der Nutzungsdauer	329
C. Beurteilung des Cash Flow Return on Investment	331
1. Beurteilung der Konzeption und des Informationsgehalts des Cash Flow Return on Investment	331
a) Cash Flow Return on Investment und interner Zinssatz	331
b) Cash Flow Return on Investment und Gesamtkapitalrentabilität	332
c) Anwendung der Methode des internen Zinses	334
d) Zusammenhang des internen Zinssatzes und der Kapitalrentabilität	337
2. Beurteilung der praktischen Berechnung des Cash Flow Return on Investment	341
IV. Zusammenfassung	344
Teil 6: Zusammenfassung und Ausblick	349
Literaturverzeichnis	360
Stichwortverzeichnis	391

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abbildung 1: Aufbau der Arbeit	5
Abbildung 2: Teilbereiche der Aktienanalyse	9
Abbildung 3: Erklärungen der Kursbildung	11
Abbildung 4: Effizienz-Markt-These	12
Abbildung 5: Bewertungsströme bei der Unternehmens- oder Aktienbewertung.....	20
Abbildung 6: Ertragswertverfahren.....	35
Abbildung 7: Ansätze des Discounted Cash Flow-Verfahrens.....	41
Abbildung 8: Discounted Cash Flow-Verfahren (Kapitalkostenansatz).....	42
Abbildung 9: Aufbau der kombinierten Bewertungsverfahren.....	50
Abbildung 10: Ermittlung des CFROI	59
Abbildung 11: Free Cash Flow-Konvergenz-Verfahren.....	63
Abbildung 12: CFROI-Modell	66
Abbildung 13: Werttreiber des EVA-Modells	76
Abbildung 14: EVA-Modell	78
Abbildung 15: EPS-Regelungen in verschiedenen Ländern	85
Abbildung 16: Ermittlung der P/E-Ratio	89
Abbildung 17: P/E-Ratio-Modell	105
Abbildung 18: Ableitung der kombinierten Bewertungsmodelle	113
Abbildung 19: Gewinn- und Verlustrechnung nach US-GAAP	120
Abbildung 20: Komponenten der discontinued operations.....	123
Abbildung 21: Ausweis von EPS-Daten nach US-GAAP	140
Abbildung 22: Ermittlung der basic EPS nach US-GAAP	157
Abbildung 23: Berechnung der diluted EPS nach US-GAAP	171
Abbildung 24: Ermittlung des maximalen Verwässerungseffekts nach US-GAAP	178
Abbildung 25: Fallkonstruktionen bei der Ermittlung der konsolidierten EPS	181
Abbildung 26: Mindestgliederungsschema der Gewinn- und Verlustrechnung nach IAS	195
Abbildung 27: Bereinigungsmaßnahmen nach DVFA/SG	207
Abbildung 28: Offenlegung von EPS-Daten nach IAS durch deutsche Unternehmen	214
Abbildung 29: Offenlegung von EPS-Daten nach US-GAAP durch deutsche Unternehmen	215

Abbildung 30: EPS-Daten der Veba AG und Hoechst AG	215
Abbildung 31: Konversionen des Economic Model	235
Abbildung 32: Berechnung des investierten Kapitals auf Basis eines US-GAAP-Abschlusses	262
Abbildung 33: Berechnung des investierten Kapitals auf Basis eines HGB-Abschlusses	263
Abbildung 34: Berechnung des investierten Kapitals auf Basis eines IAS-Abschlusses	264
Abbildung 35: Berechnung des NOPAT auf Basis eines US-GAAP-Abschlusses	277
Abbildung 36: Berechnung des betrieblichen Erfolgs auf Basis eines HGB-Abschlusses	278
Abbildung 37: Berechnung des betrieblichen Erfolgs auf Basis eines IAS-Abschlusses	279
Abbildung 38: Klassifizierung von Unternehmen nach dem Spread und der Wachstumsrate	312
Abbildung 39: Traditionelle Rentabilitätskennzahlen und EVA-Kennzahlen	314
Abbildung 40: Berechnung der Bruttoinvestitionsbasis auf Grundlage eines US-GAAP-Abschlusses	324
Abbildung 41: Ermittlung der Bruttoinvestitionsbasis auf Grundlage eines HGB-Abschlusses	325
Abbildung 42: Ermittlung der Bruttoinvestitionsbasis auf Grundlage eines IAS-Abschlusses	325
Abbildung 43: Ermittlung des gross cash flow auf Basis eines US-GAAP-Abschlusses	328
Abbildung 44: Ermittlung des Brutto Cash Flow auf Basis eines HGB-Abschlusses	329
Abbildung 45: Ermittlung des Brutto Cash Flow auf Basis eines IAS-Abschlusses	329
Abbildung 46: Methode des internen Zinses und Kapitalwertmethode	335
Abbildung 47: Rentabilität, Residualgewinn und Unternehmenswert	348
Abbildung 48: Berechnung des Unternehmenswerts der kombinierten Bewertungsmodelle	353
Abbildung 49: Performance-Messung der kombinierten Bewertungsmodelle	358