

Karl Flubacher / Stefan Meier

Bewertung von Wachstumsunternehmen

Studienarbeit

BEI GRIN MACHT SICH IHR WISSEN BEZAHLT



- Wir veröffentlichen Ihre Hausarbeit, Bachelor- und Masterarbeit
- Ihr eigenes eBook und Buch - weltweit in allen wichtigen Shops
- Verdienen Sie an jedem Verkauf

Jetzt bei www.GRIN.com hochladen
und kostenlos publizieren



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.

Impressum:

Copyright © 2002 GRIN Verlag
ISBN: 9783638174442

Dieses Buch bei GRIN:

<https://www.grin.com/document/11233>

Karl Flubacher, Stefan Meier

Bewertung von Wachstumsunternehmen

GRIN - Your knowledge has value

Der GRIN Verlag publiziert seit 1998 wissenschaftliche Arbeiten von Studenten, Hochschullehrern und anderen Akademikern als eBook und gedrucktes Buch. Die Verlagswebsite www.grin.com ist die ideale Plattform zur Veröffentlichung von Hausarbeiten, Abschlussarbeiten, wissenschaftlichen Aufsätzen, Dissertationen und Fachbüchern.

Besuchen Sie uns im Internet:

<http://www.grin.com/>

<http://www.facebook.com/grincom>

http://www.twitter.com/grin_com

Universität Basel
WWZ, SS 2002
Abteilung Finanzmarkttheorie

Bewertung von Wachstumsunternehmen

im Rahmen des Seminar
Angewandte Finanzmarktforschung

Karl Flubacher

Stefan Meier

1.	Einleitung	2
2.	Wachstum.....	4
2.1	Unternehmenswachstum	4
2.2	Wachstumsunternehmen	5
2.2.1	Technologie und Wachstum.....	5
2.2.2	Charakteristika von Wachstumsunternehmen.....	5
2.3	Wertgenerierung.....	6
3.	Anlässe der Bewertung von Wachstumsunternehmen.....	9
4.	Bewertungsmodelle und –ansätze	10
4.1	Traditionelle Verfahren.....	10
4.2	Moderne Ansätze	11
5.	Ausgewählte Bewertungsmodelle	12
5.1	DCF (Discounted Cash Flow) Ansatz.....	12
5.1.1	Der Weighted Average Cost of Capital (WACC) Ansatz.....	12
5.1.2	Der Adjusted Present Value (APV) Ansatz	13
5.1.3	Anwendbarkeit auf Wachstumsunternehmen.....	13
5.2	Realloptionen.....	14
5.2.1	Aktivoptionen.....	15
5.2.2	Optionspreismodell (OPM).....	17
5.2.3	Passivoptionen.....	18
5.2.4	Kritische Würdigung von Realloptionen.....	18
5.3	Aspekte bei der Bewertung von Wachstumsunternehmen.....	19
6.	Case Study: Amazon.....	22
6.1	Einführung.....	22
6.2	Vorgehen bei der Bewertung.....	23
6.2.1	Bestimmung des Bewertungszeitraumes.....	23
6.2.2	Berechnung der Kapitalkosten.....	24
6.2.3	Bestimmung der Free Cash Flows	24
6.2.4	Szenarien.....	25
6.2.5	Bestimmung des Firmen- und Eigenkapitalwertes.....	26
6.2.6	Sensitivitätsanalysen	26
6.2.7	Fazit.....	27
7.	Schlusswort	28
8.	Anhang.....	29
9.	Literaturverzeichnis.....	40

1. Einleitung

Die Vorgänge an den Börsen in den letzten Jahren, vorab an den Wachstumssegmenten der wichtigen Börsenplätze, waren und sind auch heute noch Gesprächsthema. Viele haben mit Erstaunen - eventuell sogar selbst als Aktionäre - den Aufstieg und Niedergang der „New Economy“ - Titel miterlebt. Träume sind geplatzt, Erwartungen, die sich in ihrem Optimismus und in ihrer Euphorie gegenseitig hochschaukelten sind wieder auf dem Boden der Realität gelandet. Im März 2000 erreichte der Neue Markt (Nemax), das Segment für Wachstumsunternehmen an der Frankfurter Wertpapierbörse, seinen Höchststand mit 8559 Punkten. Seither ist der Index konstant gesunken und steht heute bei ca. 835 Punkten (Stand: Mitte Mai 2002). Seit dem „all-time-high“ sind mehr als 500 Mrd. DM an Buchwerten verloren gegangen! Alles, was ein „net“ oder „dot.com“ im Firmennamen trug, ist offensichtlich mit anderen Massstäben beurteilt worden als etwa die traditionelleren Unternehmungen der „Old Economy“. So schreiben denn auch Behr und Caliz (2002, S. 1139): „Probleme der Unternehmensbewertung und die kritische Hinterfragung der Ergebnisse wurden zu Beginn der Neuen Ökonomie sträflich vernachlässigt und es stellt sich die Frage, ob neben der herrschenden Euphorie die Anwendung bisher bewährter aber spezifisch für die New Economy unangemessener Bewertungsmethoden mit ein Grund für die Überbewertungen und mittlerweile geplatzte Blase (...) war“.

Warren Buffet hat einmal gesagt (Knolmayer, 2001, Folie 2): „If I were a Business School Professor in Finance, I would assign the following exam: ‚How do you value Internet companies?‘ and I would fail everyone that did not leave the answer sheet blank.“ Ist die Bewertung von Wachstumsunternehmen wirklich so unmöglich?

Fokus und Ziel unserer Arbeit ist es einerseits zu zeigen, was der Begriff Wachstum im Zusammenhang mit Unternehmen bedeutet. Andererseits wollen wir untersuchen, wie Unternehmenswert geschaffen wird, und versuchen, die verschiedenen Modelle zur Bewertung von Unternehmen auf ihre Anwendbarkeit für die Bewertung von Wachstumsunternehmen zu analysieren. Unsere Arbeit haben wir nach folgendem Muster konzipiert und aufgebaut:

In einem ersten Schritt wollen wir uns Gedanken über das Unternehmenswachstum machen und uns überlegen, unter welchen Voraussetzungen man von einem Wachstumsunternehmen sprechen kann.

In einem zweiten Schritt werden wir die verschiedenen Aspekte zum Thema ‚Wertentstehung, -schaffung‘ beleuchten.

Danach wollen wir auf verschiedene Modelle der Unternehmensbewertung eingehen. Wir möchten dabei der Frage nachgehen, wieso die sogenannten traditionellen Verfahren bei schnell und stark expandierenden Unternehmen ohne langen „track record“ scheitern und quasi als Antwort darauf die modernen, auf solche Firmen ausgerichtete Methoden, kurz anschneiden.

In einem nächsten Schritt möchten wir zwei ausgewählte Bewertungsverfahren näher vorstellen, der Discounted-Cash-Flow Ansatz und der Realloptionsansatz.

Zuletzt werden wir in einer kleinen „Case Study“ die Firma Amazon mittels des DCF Ansatz bewerten und die Arbeit mit einem kurzen Schlusswort, in welchem wir ein Fazit und daraus resultierende Schlussfolgerungen ziehen, abschliessen.

2. Wachstum

2.1 Unternehmenswachstum

Unternehmenswachstum bedeutet im Allgemeinen eine Zunahme des Umsatzes und der Bilanzsumme. Nimmt der Umsatz zu, so steigen normalerweise auch alle Kostenfaktoren und idealerweise auch der Gewinn. Herrscht ein vollkommen homogenes Wachstum, so wachsen sämtliche Grössen der Erfolgsrechnung und der Bilanz mit der gleichen Wachstumsrate. In der Praxis treffen wir aber meistens auf nicht homogenes Wachstum.

Das Unternehmenswachstum unterliegt den Grenzen des Wachstums der Gesamtwirtschaft und den einzelnen Märkten als Teile davon. Eine Firma kann nur auf Kosten der anderen Wettbewerber schneller wachsen als der Markt in dem sie sich bewegt.

Grundsätzlich kann man drei Entwicklungsstadien von Märkten, Unternehmungen oder Produkten unterscheiden: Wachstum, Stagnation und Schrumpfung. In der Wachstumsphase gibt es meist viele Wettbewerber, welchen es normalerweise keine grossen Schwierigkeiten bereitet zu wachsen. Anders ist es dagegen in gesättigten Märkten. Für die einzelne Firma besteht nur die Möglichkeit der Verdrängung oder der Akquisition. Die schwächeren Marktteilnehmer fallen normalerweise aus dem Markt und es entsteht typischerweise ein Oligopol.

Eine Firma kann grundsätzlich auf zwei Arten Wachstum planen. Entweder sie versucht internes Wachstum zu generieren oder sie kauft sich Wachstum von aussen zu. Internes Wachstum setzt aktive Massnahmen im Bereich der Produktentwicklung (Forschungsaufwand), der Produktion (Investitionen) und des Marketing (Werbeaufwand) voraus und geht normalerweise mit zusätzlichem Personalaufwand einher. Beide Wachstumsstrategien generieren einen erhöhten Bedarf an Ressourcen und Kapital. Das Kapital ist dabei der gewichtigste Engpass, denn Unternehmenswachstum muss finanzierbar sein. Für die Finanzierung des Wachstums gibt es hauptsächlich folgende Möglichkeiten: Einbehalten von Reingewinn, Zufuhr von Fremdkapital, Zufuhr von Eigenkapital und Akquisitionen via Aktientausch ohne Einsatz von liquiden Mitteln (Studer, 1999, S. 126 f.).

Bei der Unternehmensbewertung bestimmen die zukünftig erwarteten Cash Flows den Unternehmenswert. Eine mögliche Definition des Free Cash Flows sieht wie folgt aus:

$$\text{Free Cash Flow} = [\text{EBIT} * (1 - \text{Steuersatz})] - (\text{Investitionen} - \text{Abschreibungen}) - (\text{Veränderung des Non Cash Working Capital})$$