

Institut für Banking & Finance



**Universität
Zürich**^{UZH}

Bachelorarbeit am Lehrstuhl Wagner

Die Bewertung schrumpfender Unternehmen dargestellt am Beispiel von

Charles
Vögele

Verfasst von Raphael Weber

Betreut von Philipp Gamper und Ivan Petzev

Executive Summary

I. Problemstellung

Der Bewertung von Unternehmen kommt in der Finanzwelt eine hohe Bedeutung zu, da Firmen, Investoren oder Finanzintermediäre ihre Transaktionen auf deren Resultate abstützen. Die Bewertung gestaltet sich vergleichsweise einfach, wenn es sich beim bewerteten Unternehmen um eine reife Firma mit stabiler Entwicklung von Umsatz und Cashflows handelt.

Jedoch stossen die dazu verwendeten Methoden bei schrumpfenden Unternehmen an ihre Grenzen, da diese die Eigenschaft der stabilen Entwicklung vermissen lassen. Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich mit der Bewertung dieser Unternehmen, zeigt die auftretenden Schwierigkeiten auf und versucht diese zu lösen.

Die Arbeit hat zum Ziel, die Eigenschaften schrumpfender Unternehmen aufzuzeigen und die Probleme herkömmlicher Methoden bei deren Bewertung aufzudecken und zu korrigieren. Die adjustierte Methodik soll anschliessend am Beispiel der Charles Vögele AG demonstriert werden.

II. Vorgehen

Die Arbeit ist in zwei Teile gegliedert. Im ersten, theoretischen Teil werden schrumpfende Unternehmen allgemein analysiert. Anschliessend werden die Implikationen, die deren Charakteristiken für die Bewertung haben, betrachtet und ein adjustiertes Framework entwickelt, das diesen speziellen Umständen Rechnung trägt. Die vorgenommenen Anpassungen sorgen dafür, dass ein unverfälschter, realitätsnaher Unternehmenswert aus der Bewertung resultiert.

Im zweiten, praktischen Teil wird die entwickelte Methodik an der Charles Vögele AG demonstriert. Dem Leser wird ein kurzer Überblick über die Geschichte und Geschäftstätigkeit der Firma verschafft. Anschliessend wird Charles Vögele einer detaillierten Unternehmens- und Strategieberatung unterzogen. Die Erkenntnisse dieses Schritts dienen als Grundlage für die darauffolgende Bewertung, die gemäss dem im ersten Teil entwickelten Framework durchgeführt wird. Abschliessend werden die Resultate und Methoden kritisch hinterfragt und festgestellt, ob diese tatsächlich geeignet sind, um ein schrumpfendes Unternehmen korrekt zu bewerten. Allenfalls werden Vorschläge zur Verbesserung gemacht.

III. Resultate

Im ersten Teil resultiert die Erkenntnis der Notwendigkeit, Economic und Financial Distress in die Bewertung einzubeziehen. Diese Faktoren haben signifikanten Einfluss auf den Firmenwert, da sie über den Verlauf zukünftiger Cashflows entscheiden können. Auf dieser Basis wurde ein Framework entwickelt, das verschiedene Vorgehensweisen bei der Wertermittlung vorschreibt, je nachdem, ob Economic Distress vorhanden ist und je nachdem, wie stark Financial Distress das Unternehmen beeinträchtigt. Dieses Framework basiert grob auf einer rückflussorientierten Bewertung in Kombination mit einer substanzwertorientierten Methode. Die relative Bewertung ist ungeeignet, da man es bei schrumpfenden Unternehmen häufig mit negativen Erfolgskennzahlen zu tun hat.

In der Unternehmensanalyse des zweiten Teils wurde festgestellt, dass sich Charles Vögele mit einer Schrumpfung konfrontiert sieht, weil in der Vergangenheit schlechte strategische Entschlüsse gefasst wurden. In erster Linie wurden kurzfristig die Margen geschont und dabei die für eine erfolgreiche Expansion essentiellen Marketingausgaben vernachlässigt. Das führte zu einem stetigen Umsatzrückgang, unter dem die Profitabilität leidet. Diese Fehler können in der Zukunft korrigiert werden, aber Zeit und Mittel sind durch die ungünstige finanzielle Lage begrenzt.

Aufgrund der starken Präsenz von Financial Distress und der Abwesenheit von Economic Distress konnte in der Bewertung gemäss dem Framework aus dem ersten Teil ein Unternehmenswert von 138 Mio. CHF geschätzt werden, was einem intrinsischen Wert von CHF 15.75 pro Charles Vögele Aktie entspricht.

IV. Allgemeine Beurteilung

Im Vergleich zur naiven Verwendung der herkömmlichen Bewertungsmethoden, liefert das entwickelte Framework Resultate mit verbesserter Richtigkeit. Dies kann durch die adäquate Berücksichtigung von Financial und Economic Distress in der Bewertung erreicht werden.

Jedoch verbessert die adjustierte Methodik die Präzision der Resultate nicht. Aufgrund einer mit Unsicherheit behafteten Zukunft kann diese auch bei der Bewertung mit herkömmlichen Methoden nicht maximiert werden. Gerade schrumpfende Unternehmen befinden sich häufig in einer Ausgangslage mit einer sehr grossen Spannweite an möglichen Resultaten, von der Liquidation bis zur vollständigen Erholung mit neuem Wachstumskurs. Die vorliegende Arbeit kann diese mangelnde Präzision nicht ändern, aber sie kann dem Leser die Werkzeuge aufzeigen, um verschiedene realistische Szenarien zu entwickeln und so den Wert einer Firma, trotz Unsicherheit, besser einschätzen zu können.