

Universität Zürich
Institut für Banking und Finance
Prof. Alexander Wagner, Ph.D.

Bachelor-Arbeit

Bewertung von Internetunternehmen seit der Dotcom-Blase 2000 im Zeitvergleich

Betreuer:
Dr. Philipp Gamper

Vorgelegt am 16. August 2012
Adrian Keller

Abstract

Das Interesse der Investoren an Internetunternehmen hat seit 2010 wieder stark zugenommen. Die Bewertungen an den Börsen stiegen daraufhin auf neue Höchstwerte. Dieses Verhalten erinnert an die Ereignisse während der Dotcom-Blase im Jahr 2000. Ein Vergleich dieser beiden Zeitperioden stellt Gemeinsamkeiten und Unterschiede dar. Die vorliegende Arbeit zeigt auf, welche Eigenschaften die Internetökonomie auszeichnen, welche Bewertungsmethoden sich anbieten und welche tatsächlich verwendet werden, inwiefern sich die Erwartungen der Investoren veränderten und - abschliessend - worin sich Unternehmen beider Zeitperioden in einer gesamthaften Unternehmensanalyse unterscheiden.

Executive Summary

Die Dotcom-Blase (2000) und die Subprime-Krise (2007) sorgten an den Finanzmärkten für grosse Verluste. Diese Krisen beeinflussten einzelne Investoren, aber auch die globale Wirtschaft. Daher werden die Bewegungen der Aktienkurse, insbesondere jene von kürzlich kotierten Unternehmen, kritisch beobachtet. Infolge von hohen Bewertungen einzelner Internetfirmen spricht man von einer möglichen Wiederholung der Dotcom-Blase. Die korrekte Bewertung von jungen, aufstrebenden Wachstumsunternehmen stellt eine grosse Herausforderung dar.

Die vorliegende Arbeit legt Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen der Dotcom-Blase und der heutigen Zeit dar. Der Fokus richtet sich dabei auf die Unternehmensbewertung. Dazu werden in einem ersten Teil die Besonderheiten der Internetökonomie dargestellt. In einem nächsten Schritt werden verschiedene Bewertungsmethoden untersucht. Des Weiteren wird aufgezeigt, welche Methoden während der Dotcom-Blase zum Einsatz kamen. Diese Informationen bilden die Basis für die abschliessende Unternehmensanalyse. In einem mehrstufigen Prozess werden Unternehmen aus beiden Perioden untersucht, um in einem Zeitvergleich mögliche Differenzen zu finden.

Die Untersuchung kam zu folgenden Ergebnissen:

- Das Internet verbreitete sich innerhalb von zwei Jahrzehnten zu einem weltweiten Massenmedium. Für Unternehmen dieser Branche gilt es, verschiedenste ökonomische Prinzipien zu beachten. Diese führen zu einem „Entweder-oder-Markt“, welcher Wachstumschancen, aber auch Risiken in sich birgt. Durch die Befolgung dieser Prinzipien kann eine monopolartige Stellung erzeugt werden.
- Während der Dotcom-Blase fiel die Wahl der Bewertungsmethode überwiegend auf die Multiples. Die Eignung dieser Methode zur Bestimmung des Werts von Wachstumsunternehmen wird kritisch betrachtet. Zusätzlich sind Multiples ein Grund für die Bildung von industriespezifischen Aktienmarktblasen. Heutzutage wird vermehrt auf die Discounted Cash Flow-Methode zurückgegriffen. Eine alternative Methode ist der Vergleich sektorspezifischer Non-Financial-Information, wie beispielsweise die täglichen Seitenabrufe.
- Die Dotcom-Unternehmen und die heutigen Firmen der Internetbranche sind sich in vielen Eigenschaften sehr ähnlich. So zeichnen sie sich beispielsweise durch ein hohes Umsatzwachstum, aber auch durch eine tiefe Profitabilität aus.

- Während der Dotcom-Blase waren die Einschätzungen über die zukünftige Entwicklung des Internets sehr positiv. Obwohl die Schätzungen je nach Quelle variierten, sprach die Mehrheit von einem Internetboom. Heutzutage lässt sich ein Trend zur zunehmenden Interaktion des privaten Benutzers erkennen. Über soziale Netzwerke nimmt dieser an der inhaltlichen Gestaltung des Internets teil.
- Investoren waren in beiden Zeitpunkten bereit, Multiples weit über dem Marktdurchschnitt zu bezahlen. Die Multiples der Dotcom-Unternehmen sind in der Zwischenzeit stark gesunken. Im Gegenzug zu den hohen Multiples erwarteten die Investoren ein entsprechendes Wachstum.
- Analysten tendierten in der Dotcom-Blase dazu, Aktien von Internetunternehmen vergleichsweise besser zu bewerten. Bei den heutigen Unternehmen ist dieses Verhalten nicht zu beobachten. Dieser Unterschied konnte ebenfalls bei den untersuchten Unternehmen gezeigt werden. Die Differenzen sind auch auf zwischenzeitlich eingeführte neue gesetzliche Regulierungen zurückzuführen.

Obschon die Anzahl der untersuchten Unternehmen gering war, zeigten sich in der Gegenüberstellung dieser beiden Zeitpunkte Ähnlichkeiten, aber auch Unterschiede. Es lässt sich festhalten, dass die Einstellung gegenüber Internetunternehmen heutzutage kritischer ist als während der Dotcom-Blase. Dennoch deuten einige Parallelen auf eine Wiederholung der Ereignisse hin. Spekulative Blasen - möglicherweise eine zweite Dotcom-Blase - sind regelmässige Erscheinungen auf den Aktienmärkten (Hens (2003)). Eine abschliessende Beurteilung, der fairen Bewertung der heutigen Internetunternehmen, ist aufgrund vorhandener Unsicherheiten in den Zukunftseinschätzungen schwierig.

Aufgabenstellung



**Universität
Zürich**^{UZH}

Institut für Banking und Finance

Universität Zürich
Institut für Banking und Finance
Plattenstrasse 14
CH-8032 Zürich
Telefon +41 44 634 29 51
Telefax +41 44 634 49 03
www.bf.uzh.ch

Adrian Keller
Sulzwiesenstrasse 9
9404 Rorschacherberg

Prof. Alexander Wagner, Ph.D.
Assistant Professor of Finance
Telefon +41 44 634 36 63
Telefax +41 44 634 49 03
alexander.wagner@bf.uzh.ch

Zürich, 3. April 2012

Auftragserteilung für die Bachelorarbeit in Banking & Finance

Sehr geehrter Herr Keller

Mit Freude habe ich erfahren, dass Sie bei mir eine Bachelorarbeit schreiben möchten.

Hiermit erteile ich Ihnen dafür den folgenden Auftrag:

Thema: Bewertung von Internetunternehmen seit der Dotcom Blase 2000 im Zeitvergleich

In den Jahren um die Jahrtausendwende stieg das Interesse der Investoren an Unternehmen der Sektoren Technologie, Medien und Telekommunikation, kurz TMT-Unternehmen genannt. Ihnen wurde ein aussergewöhnlich hohes Wachstums- und Gewinnpotenzial prophezeit, was zum Teil zu exorbitanten Bewertungen führte auf der Basis traditioneller Unternehmensbewertungsmethoden wie sie von den Finanzmärkten herangezogen werden (DCF-Methode, Sum-of-the-parts Methode, Multiples-Bewertungen im Peer Group Vergleich). Es kam in dieser Zeit auch zu zahlreichen Börsengängen (IPOs) und mitunter zu phänomenalen Abstürzen. In der Folge des Platzens der Dotcom Blase wurden neue IPOs von TMT-Unternehmen selten. Mittlerweile haben aber wieder mehr Dotcom Unternehmen den Weg an die Börse gefunden.

Vergleichen Sie die IPOs einiger ausgewählter Dotcom Unternehmen während der Blase 2000 mit kürzlich getätigten oder bevorstehenden IPOs. Wo liegen die Gemeinsamkeiten und wo liegen die grössten Unterschiede? Welche Bewertungsmethoden wurden damals herangezogen und welche dominieren heute? Welche Multiples wurden damals gezahlt am Markt und welche heute? Gibt es wichtige Verhaltensänderungen bei den Investoren von damals und von heute? Welche Rolle spielen Erwartungen und worin unterscheiden sich diese im Zeitvergleich?

Geben Sie betreffend die gestellten Fragen auch einen Überblick zu den wichtigsten empirischen Untersuchungen und deren Erkenntnissen.