

# **Bewertung von Medien- und Internetfirmen: Der Fall der Fusion von AOL und Time Warner**

**Bachelorarbeit**

in

Corporate Finance

am

**Institut für schweizerisches Bankenwesen  
der Universität Zürich**

bei

PROF. DR. MICHEL ANTOINE HABIB

Verfasser:           PATRICK BRASCHLER

Abgabedatum:    14.07.2008

# **Executive Summary**

## **Problemstellung**

Die Fusion von America Online Inc. (AOL) und Time Warner Inc. (Time Warner) zu AOL Time Warner Inc. (AOL Time Warner) war die grösste und wohl auch die unrentabelste Fusion der Geschichte. Auf der Suche nach Gründen, weshalb der Zusammenschluss so fatal geendet hat, wird schnell klar, dass die von AOL getätigten Annahmen für die Bewertung von Time Warner mehr als nur optimistisch waren. Auch Analysten gingen davon aus, dass die neue Einheit unvorstellbar hohe Erträge liefern musste und bewerteten beide Unternehmen sehr hoch.

Das Internet bzw. die Kommerzialisierung des Internets galt als Geldmaschinerie und Zukunftstechnologie. Wer sich diese als erster nutzbar machen konnte, dem winkten hohe Profite – dies war zumindest die Einstellung rund um die Jahrtausendwende herum. In der Zwischenzeit ist bekannt, dass die Geschichte einen etwas anderen Verlauf nahm, wobei die Hoffnungen in das Internet als Geldmaschinerie einige Firmen in den Ruin trieben und dieses Ereignis in der Geschichte nun als Internet- oder auch Dot-com Blase bekannt ist.

## **Vorgehen**

Die vorliegende Arbeit hat zunächst das Ziel, die Theorie über die Unternehmensbewertung zu erarbeiten, auf welche später aufgebaut werden kann. Hierzu werden verschiedene Methoden zur Unternehmensbewertung beschrieben, wovon die Discounted Cash-flow (DCF) und Multiples-Methode nebst der Substanzwertmethode anhand des Beispiels der Fusion von AOL und Time Warner angewendet werden. Das Ziel ist, einen möglichen und fairen Wert für Time Warner zu berechnen. Hierfür wurde ein Excel-Tool erstellt, welches auf der beiliegenden CD zu finden ist. In diesem Excel-Tool wurde auch die Möglichkeit bereitgestellt, eine Sensitivitätsanalyse durchzuführen, um ein bisschen mit den Annahmen spielen zu können und um sich ein Bild zu machen, was passiert, wenn beispielsweise das prognostizierte Umsatzwachstum um ein Prozent steigt während einer Periode. Als Standardszenario liegt dasjenige vor, welches die Grundlage für einen fairen Wert von Time Warner abbildet.

Es wurde auf Basis des Excel-Tools und der Theorie der Wert von Time Warner als Standalone berechnet um zu prüfen, wie hoch der Wert der Firma ist, falls ihre Entwicklung und die Entwicklung der Branche in ähnlichem Masse vorangeht. Danach wurde Time

Warner aus dem Fokus von AOL bewertet, was bedeutet, dass Synergien miteinbezogen wurden in die Bewertung und ebenso eine Übernahmeprämie, um auf einen möglichen Transaktionspreis zu gelangen. Als dritte Variation, welche immer noch mit Hilfe des Excel-Tools durchgeführt wurde, wurde geschaut, welche Annahmen AOL wohl getroffen haben muss, um auf einen Übernahmepreis von \$164 Mrd. zu kommen. Dies ist im DCF-Modell mittels der Sensitivitätsanalyse gut zu bewerkstelligen.

Auf der Basis der Multiples-Bewertung wurden ebenfalls die verschiedenen Werte bestimmt, welche auch mittels DCF-Modell bestimmt wurden, mit dem Unterschied, dass bei der Multiples-Bewertung keine Sensitivitätsanalyse durchgeführt werden konnte, da diese keine Schätzungen beinhaltet, sondern auf den Daten des Jahres vor der Fusion beruht. Je nach Fokus, ob nun der *faire* Wert gesucht wird, oder der überhöhte und von AOL bezahlte Wert, trifft ein anderes Multiple eher den berechneten DCF-Wert. Als Basis für die Vergleichsgruppe wurden fünf der grössten Medienfirmen ausgewählt. Bei der Selektion fehlt die Bertelsmann AG, da diese keine Börsenkotierung aufweist und somit auch keine Marktkapitalisierung berechnet werden konnte. Bei der Berechnung der Marktkapitalisierung wurde bei den meisten Firmen auf den Einbezug von Vorzugsaktien verzichtet, da keine Kurswerte verfügbar waren und die Buchwerte keinen grossen Einfluss auf die Höhe des Eigenkapitals hatten.

Die Bewertung mit der Substanzwertmethode wurde nur einmal durchgeführt und zwar für Time Warner als alleinstehende Firma, welche ihre Geschäftstätigkeit fortsetzt, da der Wert auch unter der Perspektive von AOL nicht ändern würde.

Zum Schluss der Arbeit wurde versucht abzuschätzen, wie die Unternehmensbewertung in Zukunft aussehen könnte und ob solche Fehlkalkulationen, wie bei der untersuchten Fusion, vermieden werden können.

## **Resultate**

Nachdem die berechneten Resultate mit dem tatsächlich bezahlten Preis für die Übernahme verglichen wurden, fiel auf, dass der Übernahmepreis um ein Vielfaches höher lag, als der berechnete *faire* Wert von Time Warner. Dass die Fusion überbezahlt war wurde bereits durch das Studium der Literatur bekannt, die Höhe jedoch nicht und diese war überraschend – der berechnete DCF-Wert liegt um rund das Sechsfache tiefer und der Unternehmenswert mittels EV/Sales-Multiple liegt rund zweimal tiefer als der bezahlte Transaktionspreis. Solche beträchtlichen Preisabweichungen kamen zustande, da die Prognosen von AOL und

Analysten über den Wert von AOL Time Warner im Nachhinein zu positiv waren und der Wert mittels Multiples stärker gewichtet wurde, als eine fundierte DCF-Analyse. Prinzipiell könnten Überbewertungen in dieser Höhe nach Ansicht des Autors vermieden werden, indem die Modelle vorsichtig geschätzt würden und auch die Branchenanalyse in der Bewertung Platz findet bzw. eine sorgfältige Due Dilligence durchgeführt würde. Da jedoch empirische Evidenz besteht, dass über 50% der getätigten Transaktionen wertvernichtend waren, darf bezweifelt werden, ob sich ein solches Szenario in Zukunft nicht noch einmal wiederholen wird.

### **Allgemeine Beurteilung**

In der vorliegenden Arbeit wurde versucht, einen möglichst fairen Wert von Time Warner zu ermitteln, indem das Branchenwachstum herangezogen wurde, um die Wachstumsrate von Time Warner zu schätzen. Ohne die Beachtung der Branche würden nach Ansicht des Autors keine vertretbaren Werte resultieren, da Time Warner nur zwei konsolidierte Jahre vor der Fusion aufweist und diese zu wenig aussagekräftig sind. Auch mussten Einmaleffekte herausgefiltert werden, so dass kein zu hoher Wert ausgewiesen wird. Alle Annahmen wurden entweder in der Arbeit oder im Excel-Tool beschrieben.