

Unternehmensbewertung – Ein Vergleich zwischen Realoptionen und Net Present Value

Bachelorarbeit
in
Corporate Finance

am
**Institut für schweizerisches Bankwesen
Der Universität Zürich**

bei
PROF. DR. A. Wagner

Verfasser: Andreas Kohli

Abgabedatum: 26.08.2010

Executive Summary

Es existiert eine Vielzahl von Verfahren zur Unternehmensbewertung. Das in der modernen Finance häufigste Verfahren ist sicherlich die DCF-Methode. Diese Methode weist aber im Bezug auf einige Punkte Schwächen auf, die auch anhand von Anpassungen der klassischen Modelle nicht ganz aus dem Weg geräumt werden können. Der meistgenannte Kritikpunkt an den statischen DCF-Verfahren ist, dass dem Management jegliche Handlungsflexibilität, also das Reagieren auf Veränderungen im Unternehmensumfeld, abgesprochen wird. Der Realoptionsmethode zur Investitions- oder Unternehmensbewertung ist ein möglicher Lösungsansatz, der diesen Flexibilitätswert berücksichtigt. Dieser Lösungsansatz wird allerdings in der Bewertungspraxis nur sehr selten verwendet.

Im Rahmen dieser Arbeit will der Autor untersuchen, ob und wie der Realoptionsansatz tatsächlich eine geeignete Methode ist Unternehmen zu bewerten. Es soll untersucht werden, ob der Realoptionsansatz eine praktikable Lösung zur Unternehmensbewertung darstellt und ob er gegenüber den traditionellen Bewertungsverfahren wie der DCF-Analyse einen Mehrwert für den Analysten generiert.

In einem ersten Teil der Arbeit werden die beiden Unternehmensbewertungsverfahren, die DCF-Methode und der Realoptionsansatz kurz vorgestellt. Ein besonderes Augenmerk gilt dabei ihren unterschiedlichen konzeptionellen Ansätzen und den unterschiedlichen Bewertungsannahmen. Die verschiedenen Modellergebnisse werden separat durchleuchtet und analysiert.

In einem zweiten fallstudienbasierten Teil werden die Erkenntnisse aus dem ersten Teil konkret auf die Bewertung von zwei Unternehmungen angewandt. Diese Unternehmungen werden auf Realoptionen untersucht und der so errechnete Unternehmenswert wird dem DCF-Wert eines Analysten gegenübergestellt. Die beiden Resultate werden miteinander verglichen und auf ihren unterschiedlichen Informationsgehalt hin untersucht. Die Erkenntnisse und Anregungen aus der Fallstudie und dem direkten Vergleich der beiden Verfahren werden in einem kritischen und prägnanten Fazit zusammengefasst und analysiert.

Der Realoptionsansatz bietet eine interessante Alternative zu den traditionellen Bewertungsverfahren und ist insbesondere stark in der zusätzlichen Informationsgewinnung und –generierung. Der Realoptionsansatz ist ein mächtiges Informationsinstrument für den Analysten und nicht zuletzt auch für das Management einer Unternehmung. Das Untersuchen

einer Unternehmung auf Realoptionen ist aber in jedem Fall von Vorteil, da durch eine Auseinandersetzung mit dem Thema zusätzliche Investitionsmöglichkeiten und Chancen identifiziert werden können.

Besonders in einem schnelllebigen Marktumfeld macht die Anwendung des Realoptionsansatzes zur Beurteilung von Unternehmen und ihren Investitionen Sinn. Der Realoptionsansatz sollte als wertvolle Alternative und vor allem als Ergänzung zu den traditionellen Bewertungsverfahren gesehen werden. Insbesondere für die Betrachtung von einzelnen Investitionsprojekten eignet sich die Realoptionsanalyse als Ergänzung zur NPV-Betrachtung.

Im Rahmen der Fallstudie hat sich gezeigt, dass das Berücksichtigen von Realoptionen bei der Unternehmensbewertung den Unternehmenswert in jedem Fall erhöht da so der vielzitierte Wert der Flexibilität berücksichtigt werden kann.

Um ganze Unternehmen mit dem Realoptionsansatz zu bewerten, müssen aber diverse Sparten und Investitionen einzeln betrachtet werden. Dies ist vor allem bei grösseren Unternehmungen sehr aufwendig und zeitintensiv. Darüber hinaus sind Realoptionen sehr sensitiv auf einzelne Berechnungsparameter. Aus diesem Grund erfordert die Betrachtung von Realoptionen ein tiefes Verständnis für die Unternehmung und ihre Investitionsprojekte. Eine naive Betrachtung von Realoptionen ist demnach sehr gefährlich, da so zum Teil massiv falsche Werte berechnet werden können, welche zu Fehleinschätzungen führen.

Grund für die spärliche Verbreitung des Ansatzes in der Bewertungspraxis dürfte die in eben dieser konzeptionellen Komplexität des Ansatzes sein. So ist es mit immensem Aufwand verbunden, die verschiedenen Bewertungsparameter für die Realoptionsanalyse zu identifizieren und zu bestimmen.