

26 Sales-Multiples als Wertbestimmungsmerkmal

Die BEKO Holding AG ist auf die permanente Wertbestimmung ihrer Beteiligungen angewiesen. Dies schreiben nicht nur die Bestimmungen des IFRS vor, sondern auch der Aktionär ist bei einer Holding an den realistischen marktnahen Werten der einzelnen Vermögensposten höchst interessiert.

Es gibt verschiedene Methoden der Wertermittlung, die als bekannt vorausgesetzt werden. Einige davon sind fixer Bestandteil der laufenden BEKO-Berichterstattung durch die Organe.

Im Zuge der Thematik „Supply-Chain-Collaboration“ hat das IHI begonnen, auch seine Wissens-Netzwerke neu zu ordnen und seine eigene Forschungs-Supply-Chain zu verbessern. In diesem Zusammenhang wurden Projekte gestartet um ganz neue Formen der wissenschaftlichen Zusammenarbeit zu erproben.

Das IHI hat sich in diesem Zusammenhang im Zuge einer asymmetrischen Kooperation über die New York Academy of Science, deren Mitglied der IHI-Leiter seit 1998 ist, mit der New York University, Stern-School of Business, Prof. Damodaran auf den Aspekt der remoten Bewertung von Firmen konzentriert, die an Börsen notiert sind. Ziel der Studie war, ein leicht zugängliches Verfahren der Schnellbewertung zu finden das einerseits für die verschiedensten Firmen machbar ist und ohne direkten Kontakt mit dem betroffenen Rechtskörper auskommt. Das wird unter dem Begriff „remote Valuation“ verstanden.

Ziel der Studie ist, verschiedenste Firmen nach dem gleichen Verfahren zu bewerten und damit vergleichbar zu machen, um schnell und einfach feststellen zu können, wo sie im Werte-Spektrum stehen.

Seit langem sind für solche Vergleiche die sog. Multiples bekannt. Diese gibt es bezogen auf fast jede Kombination von Kennzahlen aus Bilanz und GuV bezogen auf irgendeine Marktkennzahl. Während bei der bekannten DCF-Methode die zukünftige Planung der Erträge das Wertbestimmungsmittel ist, zeigt das P/S Multiple den bereits erreichten Grad des Markteintritts an. Der so ermittelte Wert stellt ein Maß für die in den Markt investierten Ressourcen dar und sollte immer in Zusammenhang mit der realisierten Umsatz-Marge gesehen werden. Als schnelle Wertkennzahl für die Preissituation für Target Auswahl und Portfolio-Planung ist das P/S-Multiple aber fast unschlagbar, weil es gänzlich ohne gutachterliche Tätigkeiten auskommt. Allerdings nur, wenn ausreichend Datenmaterial über viele Firmen ähnlicher Branchen zur Verfügung steht. Hier setzt die vorliegende IHI-Arbeit an.

Das IHI hat das Sales-Multiple ausgewählt, weil es interne Gegebenheiten der einzelnen Firmen und ihre individuelle Bilanzgestaltung, Management-Philosophie oder Finanzierungsstruktur weitestgehend ausklammert und sich lediglich auf den Aspekt der Marktanteilserringung stützt.

Vereinfacht kann gesagt werden, dass das Sales-Multiple den Markt-Wert des realen Kundenstocks eines Unternehmens ausdrückt. Ein Investor kann ja wählen, ob er einen vorhandenen Marktanteil kaufen oder den Aufbau eines gleich großen Marktes finanzieren will. Das P/S drückt den vom Markt bezahlten Preis eines nachgewiesenen Marktes im letzten Berichtsjahr des Unternehmens aus.

Die New York University (Prof. Damodaran) sammelt seit Jahren Ziffern weltweit und stellt damit eine wertvolle Daten-Ressource für das IHI dar. Auch BEKO ist in dem Sample vertreten, so dass eine Methodenkongruenz gewährleistet ist.

Die IHI-Studie hat folgendes ergeben:

BEKO erreichte beim Börsengang im Jahre 1999 ein historisches P/S-Multiple von 4,5. Dieses hohe Multiple war vor dem Hintergrund der damaligen „Dotcom Blase“ nicht hoch, da der internationale Durchschnitt aus einem Sample von 368 untersuchten Firmen in der Computerservice-Branche im Jahre 1999 immerhin 6,38 betrug und daher deutlich über dem BEKO-Wert lag. Als Beispiel wie hoch die Bewertungen damals gingen, zeigt der P/S-Wert von damals untersuchten 79 deklarierten Internet-Firmen mit einem durchschnittlichen P/S-Multiple von heute unvorstellbaren 44,31. Die Firma Yline, die sich um BEKO bemühte, hatte damals ein P/S von über 100. Zum Vergleich hatte Facebook beim IPO 2012 ebenfalls ein P/S von ca.100.

Inzwischen sind die Märkte deutlich zurückhaltender geworden (Ausnahmen wie Facebook sind immer noch möglich) und sind sogar nach Ansicht mancher Analysten in Bezug auf IT-Beratungshäuser eher misstrauisch in der Bewertung der erzielten Marktsegmente geworden. Die akkumulierten Aufbau-Kosten für eine gleich große Marktdurchdringung können nach Ansicht des IHI weit höher veranschlagt werden als ein P/S von 1,2.

Das derzeitige P/S der BEKO (2012) ist 0,45 und ist damit nur mehr 10% des IPO-Wertes.

Die Vergleichswerte für die E & I Branche 2012 im internationalen Maßstab sind

Europa	0,29
Japan	0,38
USA	0,51
Emerg. Markets	0,71
Global	0,34

Man sieht, dass derzeit die Firmen in Europa am niedrigsten bewertet werden, obwohl durchaus gesagt werden kann, dass die Markteintrittskosten wegen der verschiedenen Sprachen, Rechtssystemen und Mentalitäten in Europa höher sein dürften als z.B. in den wesentlich homogenen USA oder Japan.

Dies könnte einerseits daran liegen, dass in Europa die Kapitalmärkte für unsere Branche besonders undurchlässig sind und andererseits ein gewisses Maß an Unverständnis gegenüber Technologie und Wissensindustrie herrscht. An der Verdienstsituation kann es nämlich nicht liegen. Die erzielten Umsatz-Margen sind in Europa mit durchschnittlich 3,48 % durchaus attraktiv im Vergleich zu den USA mit 3,47 % oder gar Japan mit 1,79 % (alle Zahlen für 2012). Es kann also begründeterweise von einer signifikanten Unterbewertungssituation in der Branche in Europa gesprochen werden. BEKO liegt mit seinen 0,45 derzeit deutlich besser als der europäische Durchschnitt von 0,29.

Zur Bewertung der BEKO-Gruppe wäre noch zu ergänzen, dass die Vergleichswerte immer davon abhängen, ob man BEKO eher als Computer-Service-Firma oder als Engineering-Firma einstuft. Die europäischen Vergleichswerte schwanken da zwischen 0,3 (Engineering) und 0,73 (Comp-Serv.). Interessant ist auch der Vergleich mit dem Gesamtdurchschnitt europäischer Firmen aller Branchen, der mit 0,85 bei einer Umsatzrendite von 4,31 (bei 6022 untersuchten Firmen) ebenfalls deutlich über BEKO liegt.

Interessant ist auch der Abstieg der Bewertungen in den letzten Jahren seit der Finanzkrise 2008. Im Jahre 2007 lag das durchschnittliche P/S-Multiple für Computer-Services noch bei beachtlichen 3,78. Der Gesamtdurchschnitt bei damals 7252 untersuchten Firmen aller Branchen lag immerhin auch noch bei 1,82 gegenüber 0,85 heute. Immerhin ein Wertverlust von 54% in 4 Jahren.

Zusammenfassend kann der Schluss gezogen werden, dass die Bewertungen innerhalb unserer Branche auf einem historischen Tief verharren und es daher derzeit billiger wäre Marktanteile zuzukaufen als sie selbst aufzubauen. Firmen zu verkaufen ist derzeit ebenfalls sehr schwierig, wenn man einen guten Preis erzielen möchte.

Natürlich müssen in jedem Falle die anderen Wertkomponenten vor einer Entscheidung ins Kalkül gezogen werden, da Umsätze nur dann Sinn machen, wenn sie renditeträchtig sind. Aber auch hier kann die IHI-Studie eine Aussage machen. Die Durchschnittsrendite war in der IT-Branche 2008 vor der Krise noch beachtliche 9,12% hoch und liegt heute, wie oben schon erwähnt, nur bei 4,31.

Es könnte also durchaus zu einer mittelfristigen Erholung der Bewertungen kommen, wenn die im Zuge einer durch die Margen-Deflation erzwungene Marktbereinigung auch tatsächlich stattgefunden hat.

46. IHI Bericht, 26.11.2012