

**Relative Bewertungsansätze unter besonderer Berücksichtigung
von Market Multiples und deren Relevanz im Rahmen des
Erwartungsmanagements von Investor Relations**

Bachelorarbeit

in

Corporate Finance

am

**Institut für schweizerisches Bankwesen
der Universität Zürich**

bei

Prof. Dr. Alexander Wagner

Verfasser: Marcel Bichsel

Abgabedatum: 14. August 2009

Executive Summary

Problemstellung

Die Börse wird nicht ohne Grund als Erwartungsmarkt bezeichnet. Für den Verlauf der Aktienkurse sind die absoluten Ergebnisse per se oft zweitrangig. Viel wichtiger ist jeweils die Frage, ob die Ergebnisse den Erwartungen entsprechen. Das Management von Erwartungen im Rahmen der Finanzmarktkommunikation ist infolgedessen als zentrales, operatives Investor Relations Ziel von börsenkotierten Unternehmen zu betrachten.

Für die Unternehmens- und Aktienbewertung kann auf verschiedene Modelle zurück gegriffen werden. Relative Bewertungsansätze basieren auf Marktpreisen und werden mit Market Multiples zum Ausdruck gebracht. Marktpreise enthalten eine Fülle von bereits verarbeiteten Informationen wie zum Beispiel Erwartungen hinsichtlich zukünftiger Gewinne. Somit spiegeln Market Multiples verschiedenste Erwartungen der Marktteilnehmer wider.

Im Zentrum dieser Arbeit steht folgende Forschungsfrage: Wie relevant sind Market Multiples für das Erwartungsmanagement von Investor Relations? Daraus lässt sich die kausale Kernthese ableiten, dass ein effektives Erwartungsmanagement durch Investor Relations eine Orientierung an Market Multiples bedingt, da relative Bewertungsansätze Markterwartungen am besten quantifizieren.

Vorgehen

Für die Beantwortung der Forschungsfrage wurde eine induktive Vorgehensweise gewählt. Dabei wurden zwei Prämissen getroffen. Zum einen wird davon ausgegangen, dass Investor Relations ein Erwartungsmanagement praktiziert. Zum anderen wird angenommen, dass sich relative Bewertungsansätze zur Quantifizierung von Markterwartungen eignen. Diese zwei Annahmen werden auf Basis der vorhandenen Literatur theoretisch erläutert. Für den empirischen Teil der Arbeit wurden Methoden der qualitativen Forschung gewählt. Dazu wurde die Schweizer Chemiebranche als Forschungsrahmen ausgewählt und in drei Sub-Industrien (Basischemie, Spezialitätenchemie und Pharmachemie) unterteilt. Aus jeder Sub-Industrie wurde ein Unternehmen (Clariant, Syngenta und Lonza) für ein Interview mit dem Investor Relations Officer ausgewählt. Zusätzlich wurden Interviews mit Buy- und Sell Side-Analysten durchgeführt.

Resultate

Investor Relations verfolgt das Ziel, einen Beitrag zu einer adäquaten Börsenbewertung zu leisten. Informationsasymmetrien zwischen der Gesellschaft und der Financial Community erschweren diese Zielerreichung. Damit die interne Wertschaffung im Marktwert abgebildet wird, ist eine externe Wertkommunikation notwendig. Vor diesem Hintergrund kann Investor Relations als Unternehmenswerttreiber betrachtet werden.

Die Marktbewertung eines Unternehmens stellt eine Funktion der Kapitalmarkterwartungen dar. Demzufolge treiben die Erwartungskorrekturen des Marktes die Aktienkurse. Da die Kommunikation in der kurzen Frist preisrelevant ist, kann mit einer angemessenen Finanzpublizität im Rahmen des Erwartungsmanagements Einfluss auf die Erwartungshaltung der Investoren genommen werden. Zur Quantifizierung der Markterwartungen können verschiedene Instrumente und Ansätze verwendet werden. Durch Konsensus-Erhebungen können die expliziten Markterwartungen der Finanzanalysten erfasst werden. Sollen die im Kurs enthaltenen Erwartungen quantifiziert werden, ist auf Ausprägungen des DCF-Modells oder das Multiplikatorverfahren zurück zu greifen.

Das „Price/Earnings“- und „Enterprise Value/Ebitda“-Ratio sind die meistverwendeten Market Multiples. Obwohl sich das DCF-Modell als Best Practice-Ansatz zur Unternehmensbewertung durchgesetzt hat, genießt das Multiplikatorverfahren in der Bewertungspraxis eine hohe Akzeptanz. Diese Tatsache ist vor allem auf die relativ einfache Anwendung und die ausgeprägte Marktorientierung zurück zu führen. Marktpreise sind ein fester Bestandteil von Market Multiples. Deshalb eignen sich Market Multiples zur Quantifizierung von Markterwartungen. Profitabilitäts- und Wachstumsprognosen sind die wichtigsten Werttreiber von Market Multiples: Hohe (tiefe) Erwartungen in Bezug auf die Profitabilität und das Wachstum eines Unternehmens gehen mit hohen (tiefen) Market Multiples einher.

Damit der Zusammenhang zwischen der Erwartungsbildung und der Quantifizierung durch Market Multiples dargestellt werden kann, muss in einem ersten Schritt die Wettbewerbsstrategie eines Unternehmens analysiert werden. Obwohl die drei ausgewählten Unternehmen Clariant, Syngenta und Lonza keine idealtypischen Strategien verfolgen, kann eine Zuordnung vorgenommen werden. Während die Strategie von Clariant eher auf eine Kostenführerschaft ausgerichtet ist, verfolgen Syngenta und Lonza eine Strategie der

Differenzierung. Dementsprechend resultieren für Syngenta und Lonza im Vergleich zu Clariant höhere Bruttogewinnmargen. Ferner werden in der Chemiebranche für Sub-Industrien am Ende der Wertschöpfungskette höhere Wachstumsraten erwartet. Diese Faktenlage begründet vergleichsweise höhere P/E- und EV/Ebitda-Multiples für Syngenta und Lonza. Demzufolge enthalten Market Multiples Informationen hinsichtlich der Erwartungshaltung der Investoren. Nicht zuletzt deshalb werden relative Bewertungsansätze auch von den befragten Investor Relations Officers verwendet. Jedoch benutzen sie Market Multiples nicht direkt für das Erwartungsmanagement, sondern als Benchmarks für Quervergleiche mit konkurrierenden Unternehmen oder für historische Vergleiche. Deshalb konnte die Forschungsthese im Rahmen dieser Arbeit nicht bestätigt werden. Absolute Größen wie Konsensus-Schätzungen von Analysten haben für das Erwartungsmanagement von Investor Relations eine höhere Relevanz. Im Gegensatz zu relativen Bewertungen stellen Konsensus-Prognosen explizite Markterwartungen wie zum Beispiel den erwarteten Gewinn pro Aktie für das laufende Jahr dar. Dementsprechend einfach ist der Vergleich der eigenen Projektionen mit den Erwartungen der Analysten.

Allgemeine Beurteilung

In der Annahme, dass Market Multiples Erwartungen quantifizieren, erscheint die Forschungsthese auf den ersten Blick als logische Konsequenz. Jedoch hat sich im Rahmen der Arbeit gezeigt, dass keine direkte Beziehung zwischen dem Erwartungsmanagement von Investor Relations und Market Multiples besteht. Stattdessen orientieren sich Investor Relations Officers für das Erwartungsmanagement mehrheitlich an Konsensus-Schätzungen der Analysten. Mit dieser Arbeit im Themengebiet Investor Relations wurde ein Beitrag zu einem vergleichsweise jungen Forschungszweig der Corporate Finance geleistet. Trotzdem müssen die Resultate vor dem Hintergrund beurteilt werden, dass die qualitative Studie mit sieben Interviews relativ klein ausgefallen ist und dementsprechend ein Anspruch auf Repräsentativität nicht gegeben ist. Deshalb besteht in dieser Hinsicht ein weiterer Forschungsbedarf. Denkbar ist zum Beispiel eine Ausweitung der qualitativen Studie auf verschiedene Branchen und Länder. Möglicherweise variieren die Resultate je nach Branchenstruktur und Kapitalmarktbezug im entsprechenden Land. Eine solche Extrapolation hätte den Rahmen einer Bachelorarbeit zweifelsohne gesprengt. Die anknüpfende Forschung kann allerdings auch auf einer quantitativen Basis erfolgen. Hierbei stellt sich zum Beispiel die Frage, inwiefern Multiples mit den Konsensus-Prognosen der Finanzanalysten korrelieren.